BANK OF CANADA

Monetary Policy Report

– May 1996 –

Summary

After having risen sharply in the first half of 1995, *core* inflation (as measured by the CPI excluding food, energy and the effect of indirect taxes) has recently moved back down into the lower half of the Bank of Canada's 1 to 3 per cent target range for inflation control.

This downward movement in the trend of inflation warranted an easing in monetary conditions, which the Bank of Canada has encouraged through reductions in its operating band for the overnight rate of interest. These policy actions were taken at a measured pace, given that differentials between short-term interest rates in Canada and the United States were narrowing and that financial markets have remained wary about the high levels of public sector debt in Canada and about the political situation in Quebec.

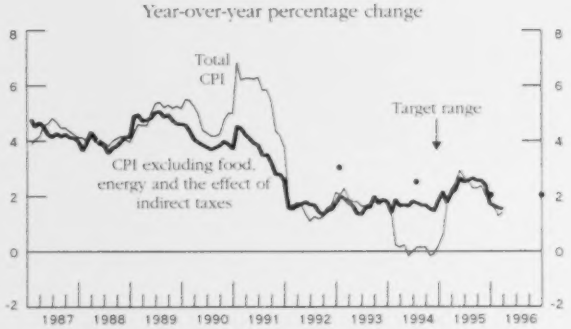
The outlook for 1996 is for the trend of inflation to remain in the lower half of the inflation-control target range and for a solid pickup in the pace of economic activity.

Factors at work on inflation

During the second half of 1995, slow growth of aggregate demand led to an increase in excess capacity in the Canadian economy and thus to continued downward pressure on the trend of inflation. (The Bank now estimates that the gap between actual and potential output

Consumer Price Index

Year-over-year percentage change



• Midpoint of the inflation-control target range

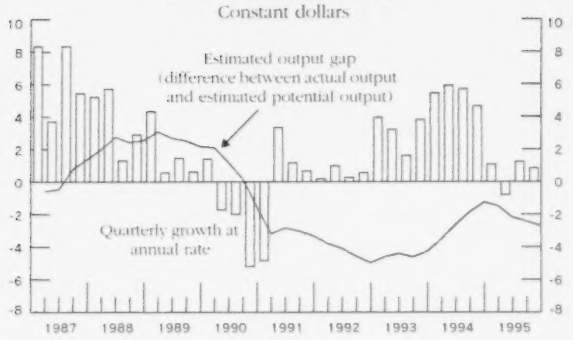
"The focus of Canadian monetary policy is on price stability. However, the Bank of Canada does not pursue price stability for its own sake but rather as a means of contributing to a well-functioning, productive economy, capable of providing Canadians with a rising standard of living."

– Gordon Thiessen

Speech given at *The World in 1996 Conference*, 19 January 1996

Gross Domestic Product

Constant dollars



widened to about 2 1/2 to 3 per cent at year-end.)

This weakness in economic activity was partly the result of declining consumer confidence in the face of uncertain job prospects and growing concern among households about their financial situations. Aggregate demand was also held back by the direct effects of public sector restraint. In the corporate sector, companies reduced their rate of inventory accumulation following a buildup of stocks in the first half of the year, and business fixed investment showed little change after several years of strong growth.

In marked contrast to the sluggishness in domestic demand, exports increased sharply in the second half of 1995 as the U.S. economy continued to operate at virtually full capacity. Exports might have been even stronger if not for slow economic activity overseas and some temporary weakness in the United States towards the end of the year.

Two other factors contributed directly to the recent decline in the 12-month rate of increase in consumer prices. First, the effects of the past depreciation of the Canadian dollar have diminished considerably over the last six months. Second, the impact of past increases in commodity prices, while still apparent at both the consumer and producer levels, has also subsided.

In terms of costs, the combination of sluggish demand in the second half of 1995 and fiercely competitive markets has kept up the pressure on producers to control costs. Wage increases picked up a little in the private sector but stayed moderate overall. Unemployment remained largely unchanged over the past six months as encouraging gains in aggregate employment levels were matched by increases in the labour force.

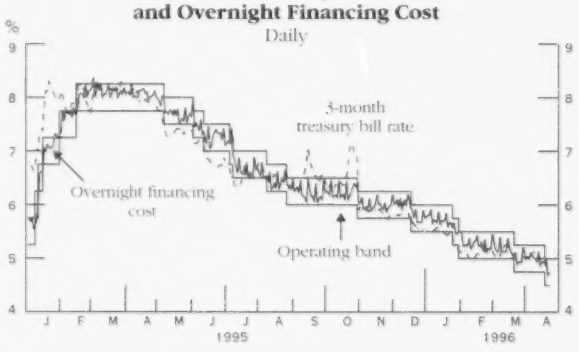
After impressive gains in 1993 and 1994, productivity growth stalled in 1995. The lack of growth in productivity in the second half of the year resulted partly from the largely unanticipated slowing in demand towards year-end, since firms tend not to adjust their production inputs fully to short-term declines in demand. Combined with moderate wage gains, this caused unit labour costs to rise somewhat.

Achieving the inflation-control targets

Since the last *Report*, the Bank has reduced its operating band for overnight interest rates by one-quarter of a percentage point on six occasions, in light of accumulating evidence that the trend of inflation was moving into the lower half of the target range. With these actions, monetary conditions have eased by the equivalent of about 200 basis points since

3-Month Treasury Bill Rate and Overnight Financing Cost

Daily



last autumn, reaching the lowest level in two years.

Although the climate for interest rate reduction was favourable, the Bank employed a measured approach in its policy actions. This approach was aimed at fostering as much understanding and as little uncertainty about its actions as possible in an effort to try to avoid unfavourable market reactions.

Financial markets responded positively to the Bank's actions, and money market rates declined broadly in line with the overnight rate. Canada's solid inflation performance and pronounced progress towards achieving stated fiscal policy objectives, as well as global reductions in short-term interest rates, all contributed to this improved market sentiment. Canada-U.S. short-term interest differentials narrowed and are now negative. Despite this, the Canadian dollar has remained firm, reflecting these same factors as well as the recent marked improvement in Canada's current account. While the interest rate premiums paid on medium- and long-term funds borrowed in Canadian dollars (compared with U.S. dollars) have declined, they remain relatively high — an indication that investor uncertainty has not disappeared.

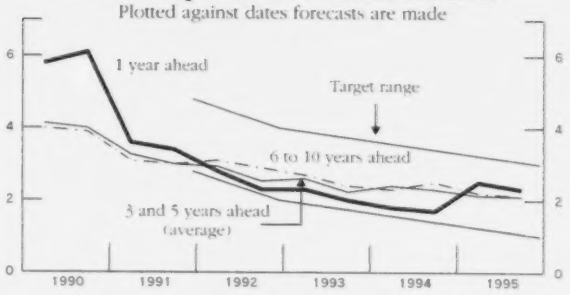
The outlook for inflation

The United States, Canada's most important trading partner, is expected to experience a steady pace of expansion over the remainder of 1996, once the temporary drag from severe weather and federal government shutdowns disappears.

A general firming trend is also expected among overseas economies in 1996. Japan is already showing signs of renewed strength, and expansion should continue in the emerging markets of Southeast Asia and Latin America. Thus, external demand should continue to bolster Canada's output growth.

Inflation Expectations at Various Horizons*

Plotted against dates forecasts are made



* Based on various surveys of consumer price inflation by Consensus Economics Inc.

At the same time, there are signs of gathering momentum in domestic demand in Canada. Although concern about job prospects and efforts to increase savings may continue to dampen the growth in household spending, the significant drop in short-term interest rates together with recent encouraging growth in employment and income should boost consumer confidence.

All told, these factors suggest that the pace of expansion should improve in the first half of 1996 and pick up further in the second half. However, it is unlikely that slack in the economy will begin to be taken up until late in the year, indicating that downward pressure on the trend of inflation will persist throughout the year.

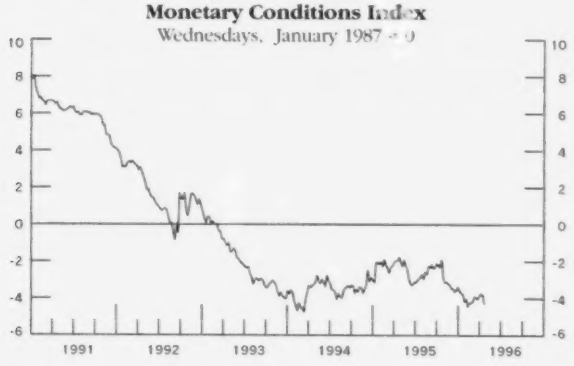
The Bank also looks to information on the pace of monetary expansion and on measures of inflation expectations to shed light on the outlook for economic activity and inflation. The monetary aggregates support the view that activity will pick up while inflation will remain in the lower half of the target range in the first half of 1996. Measures of inflation expectations have fallen broadly in line with the midpoint of the bank's inflation-control target range, indicating the growing credibility of monetary policy.

Conclusions

With a significant amount of excess supply in the Canadian economy, the outlook for the balance of 1996 is for the trend of inflation to remain in the lower half of the inflation-control target range.

For the medium term, a key issue is whether the trend of inflation might move below the Bank's 1 to 3 per cent target range. As suggested above, a solid pickup in the pace of economic activity through 1996 and into next year is expected to begin to take up economic slack. Nevertheless, the fact that this scenario would still leave a margin of excess supply in the economy points to the possibility of the trend of inflation falling below 1 per cent six to eight quarters into the future. This in turn would imply an easing in the desired ***medium-term*** path of monetary conditions.

However, consideration must also be given to the possibility that in response to the significant easing in monetary conditions that has occurred during the past six months, the economy could turn out to be much stronger, particularly if there were a pronounced turnaround in economic confidence among households. Some further monitoring of the flow of economic information may therefore be needed to come to a judgment on the balance of risks regarding the trend of inflation.



The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published semi-annually. Copies of the full *Report* and of the summary may be obtained by contacting Publications Distribution, Secretary's Department, Bank of Canada, Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9; telephone (613) 782-8248; e-mail publications@bank-banque-canada.ca.

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

– mai 1996 –

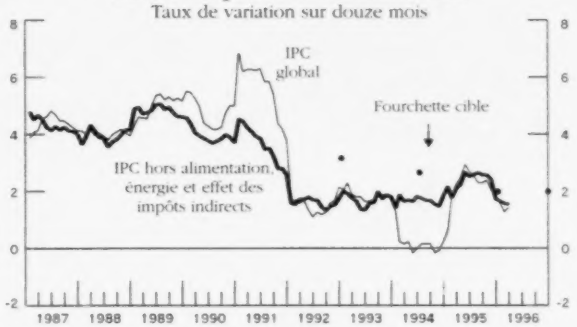
Sommaire

Après avoir enregistré une forte hausse au premier semestre de 1995, le taux d'inflation mesuré par l'*indice de référence* (IPC hors alimentation, énergie et effet des impôts indirects) est récemment redescendu dans la moitié inférieure de la fourchette de maîtrise de l'inflation de 1 à 3 % que vise la Banque du Canada.

Ce mouvement de repli de la tendance de l'inflation a justifié un assouplissement des conditions monétaires, que la Banque du Canada a favorisé en réduisant sa fourchette opérationnelle pour le taux du financement à un jour. La Banque a dû procéder avec circonspection, étant donné que l'écart entre les taux à court terme canadiens et américains se rétrécissait et que les marchés financiers demeuraient inquiets au sujet de l'endettement élevé du secteur public au Canada et de la situation politique au Québec.

On s'attend à ce que le taux de l'inflation tendancielle demeure dans la moitié inférieure de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation et à ce qu'il y ait une nette reprise de l'activité économique en 1996.

Indice des prix à la consommation
Taux de variation sur douze mois



• Point médian de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation

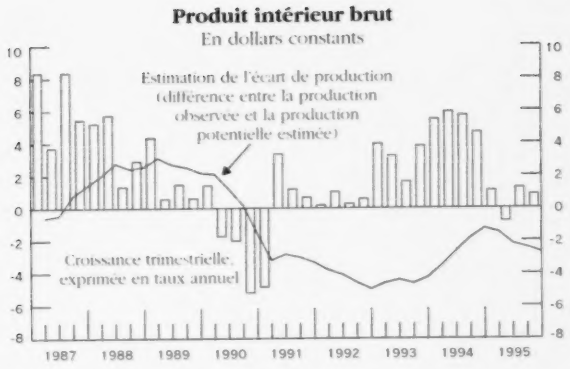
Les facteurs qui influencent l'inflation

L'atonie de la demande globale au second semestre de 1995 a provoqué une hausse de la capacité excédentaire au sein de l'économie canadienne, de sorte que les pressions à la baisse sur la tendance de l'inflation se sont maintenues. (La Banque estime maintenant que l'écart entre la production observée et la production potentielle s'est creusé pour

«La politique monétaire canadienne est axée sur la réalisation de la stabilité des prix. Toutefois, il ne s'agit pas là d'une fin en soi, mais plutôt du moyen dont dispose la Banque du Canada pour promouvoir une économie productive, bien huilée et permettant aux Canadiens d'améliorer leur niveau de vie.»

– Gordon Thiessen

Extrait d'une allocution prononcée le 19 janvier 1996 à l'occasion de la conférence *The World in 1996*



s'établir entre 2 1/2 et 3 % environ à la fin de l'année.)

La faiblesse de l'activité économique s'explique en partie par l'érosion de la confiance des ménages devant des perspectives d'emploi incertaines et les préoccupations grandissantes que suscite chez ces derniers leur situation financière. La croissance de la demande globale a aussi été freinée par les effets directs des restrictions budgétaires mises en œuvre par les administrations publiques. De leur côté, les entreprises ont réduit le rythme d'accumulation de leurs stocks, qui avait été élevé au premier semestre, et les investissements fixes n'ont guère varié après plusieurs années de forte progression.

Tranchant avec le tassement de la demande globale, les exportations ont connu un essor marqué au second semestre de 1995, l'économie américaine ayant continué de fonctionner tout près des limites de sa capacité. La demande d'exportations aurait pu être encore plus élevée n'eût été la morosité de l'activité économique outre-mer et l'accès de faiblesse qu'a connu l'économie américaine vers la fin de l'année.

Deux autres facteurs ont contribué directement au récent repli du taux d'accroissement sur douze mois des prix à la consommation. Premièrement, l'incidence de la dépréciation passée du dollar canadien s'est beaucoup atténuée au cours des six derniers mois. Deuxièmement, l'effet du renchérissement passé des produits de base, même s'il se fait encore sentir du côté à la fois de la production et de la consommation, s'estompe également.

Par ailleurs, la stagnation de la demande observée au second semestre de 1995 et l'âpreté de la concurrence sur les marchés ont contraint les producteurs à poursuivre leurs efforts en vue de maîtriser les coûts. Les augmentations salariales ont légèrement progressé dans le secteur privé, mais elles sont demeurées modérées dans l'ensemble. Le taux de chômage est resté à peu près stationnaire au cours des six derniers mois, car les progrès encourageants réalisés au chapitre du niveau global de l'emploi ont été contrebalancés par un accroissement équivalent de la population active.

Après avoir affiché des gains impressionnants en 1993 et 1994, la productivité a marqué le pas en 1995. Au deuxième semestre, sa croissance a été nulle, en partie en raison du ralentissement, inattendu dans une large mesure, que la demande a enregistré vers la fin de l'année, les entreprises ayant tendance à n'opérer qu'un ajustement partiel des facteurs de production lorsqu'il y a un recul de la demande sur courte période. Le piétinement de la productivité et la modeste progression des salaires, combinés, ont donné lieu à une légère hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre.

La réalisation des cibles de maîtrise de l'inflation

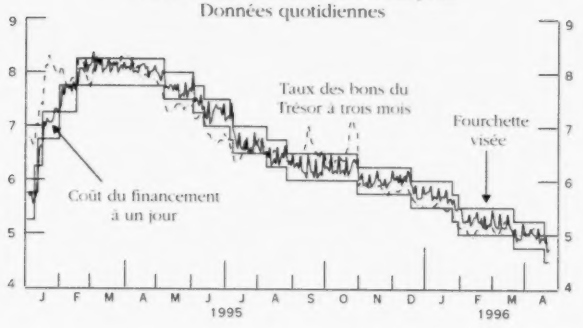
Depuis la parution du dernier rapport, la Banque a abaissé les limites de sa fourchette opérationnelle pour le taux du financement à un jour d'un quart de point de pourcentage, à six reprises, face au nombre croissant de signes attestant que l'inflation tendancielle était en train de descendre dans la moitié inférieure de la fourchette cible. Dans la foulée de ces interventions, l'indice des conditions monétaires a reculé d'environ 200 points de base depuis l'automne dernier et est ainsi tombé à son plus bas niveau en deux ans.

Même si la conjoncture se prêtait à un recul des taux d'intérêt, la Banque a procédé

103-02130/

Taux des bons du Trésor à trois mois et coût du financement à un jour

Données quotidiennes



avec circonspection à l'application de ses mesures de politique monétaire. Elle tenait à ce que celles-ci soient bien comprises et génèrent le moins d'incertitude possible afin de prévenir des réactions défavorables de la part des marchés.

Les marchés financiers ont réagi favorablement aux mesures de la Banque, et les taux d'intérêt du marché monétaire ont reculé sensiblement au même rythme que le taux du financement à un jour. Les bons résultats obtenus par le Canada sur le front de l'inflation, les nets progrès accomplis dans la réalisation des objectifs fixés par les gouvernements en matière budgétaire et la décrue des taux d'intérêt à court terme à l'échelle internationale ont contribué à améliorer l'humeur du marché monétaire. Les écarts entre les taux d'intérêt à court terme canadiens et américains se sont rétrécis durant la période et sont maintenant négatifs. Le dollar canadien est néanmoins resté ferme, ce qui tient aux facteurs qui soutiennent le marché monétaire ainsi qu'à l'amélioration marquée du solde de la balance courante du Canada qui s'est opérée récemment. Bien qu'elles aient diminué, les primes que les emprunteurs de fonds à moyen et à long terme en dollars canadiens ont eu à verser (en sus de ce que paient les emprunteurs de dollars américains) sont encore relativement élevées, signe que les investisseurs demeurent méfiants.

Les perspectives en matière d'inflation

L'économie des États-Unis, principal partenaire commercial du Canada, devrait connaître un rythme d'expansion soutenu d'ici la fin de 1996, une fois disparues les répercussions temporaires du mauvais temps et des interruptions des services dans l'administration fédérale.

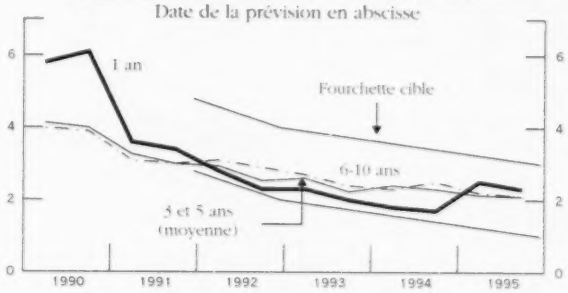
De façon générale, on s'attend aussi à ce que la croissance soit plus vive dans les économies d'outre-mer en 1996. Au Japon, l'activité économique donne déjà des signes d'un regain de vigueur, et on prévoit que l'expansion se poursuivra sur les marchés naissants d'Asie du Sud-Est et d'Amérique latine. Par conséquent, la demande extérieure devrait continuer d'alimenter la croissance de la production au Canada.

Parallèlement, certains signes témoignent d'un ressaisissement de la demande intérieure au Canada. Si le fait que les ménages demeurent préoccupés au sujet des perspectives d'emploi et s'efforcent d'accroître leur épargne peut continuer de ralentir la croissance de leurs dépenses, il reste que la baisse appréciable des taux d'intérêt à court terme, conjuguée à des facteurs encourageants tels que la croissance récente de l'emploi et des revenus, devrait raviver la confiance des consommateurs.

Tout compte fait, le rythme d'expansion économique devrait s'améliorer au premier semestre de 1996 et s'accélérer encore au second. Toutefois, les capacités inutilisées

Taux d'inflation attendus à divers horizons*

Date de la prévision en abscisse



* Selon les résultats d'enquêtes sur la hausse des prix à la consommation menées par Consensus Economics Inc.

dans l'économie ne commenceront probablement à être absorbées que vers la fin de l'année, ce qui donne à penser que les pressions à la baisse sur la tendance de l'inflation persisteront toute l'année.

Pour se faire une idée des perspectives en matière d'activité économique et d'inflation, la Banque considère aussi le rythme d'expansion de la masse monétaire et les mesures des attentes relatives à l'inflation. L'évolution des agrégats monétaires conforte le point de vue selon lequel l'activité économique s'accélérera alors que le taux d'inflation se maintiendra dans la moitié inférieure de la fourchette cible au premier semestre de 1996. Selon les mesures des attentes, le taux d'inflation escompté est tombé en gros au point médian de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation, ce qui témoigne de la crédibilité croissante dont jouit la politique monétaire.

Conclusions

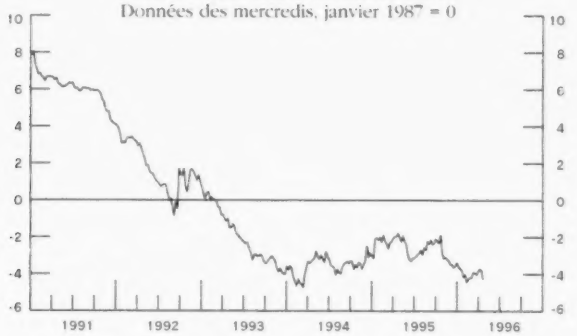
Étant donné l'importante offre excédentaire au sein de l'économie canadienne, le taux de l'inflation tendancielle devrait demeurer dans la moitié inférieure de la fourchette cible jusqu'à la fin de 1996.

À moyen terme, il reste à savoir si le taux de l'inflation tendancielle tombera en deçà de la limite inférieure de la fourchette de 1 à 3 % que vise la Banque. Comme il a été mentionné plus haut, les capacités inutilisées devraient commencer à se résorber grâce à une nette reprise de l'activité tout au long de 1996 et au début de l'an prochain. Mais même dans ce cas, l'offre demeurerait excédentaire, ce qui laisserait supposer que l'inflation tendancielle pourrait tomber sous la limite de 1 % dans six à huit trimestres. Si ce scénario se concrétisait, on pourrait envisager un assouplissement de la trajectoire souhaitée à *moyen terme* pour les conditions monétaires.

En revanche, il faut considérer la possibilité qu'à la faveur de la détente marquée des conditions monétaires observée au cours des six derniers mois, l'économie se révèle beaucoup plus robuste, surtout si un fort regain de confiance se dessine chez les ménages. Il faudra donc continuer à suivre de près les données économiques avant de pouvoir se faire une idée de la résultante des risques entourant la tendance de l'inflation.

Indice des conditions monétaires

Données des mercredis, janvier 1987 = 0



Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada est publié deux fois l'an. Pour recevoir des exemplaires du rapport au complet et de sommaires, s'adresser à Communiquer avec le Service de la diffusion des publications, Secrétariat, Banque du Canada, Ottawa (Ontario) Canada K1A 0G9, composer le (613) 782-8248 ou adresser un message électronique à publications@bank-banque-canada.ca.

Monetary Policy Report

– May 1996 –

The silver dollar featured on the cover commemorates the Griffon, *the first ship to sail the Great Lakes above Niagara Falls. Built as a commercial vessel by the explorer René-Robert Cavelier, sieur de La Salle, the* Griffon *sailed under his command to Michilimackinac and Green Bay but was lost in a storm on its return voyage.*

Bank of Canada
234 Wellington Street
Ottawa, Ontario
K1A 0G9

ISSN 1201-8783
CN ISSN 1201-8783

Printed in Canada on recycled paper

Contents

1. Introduction 3

2. Inflation-Control Targets 3

3. Recent Developments in Inflation 4

Inflation and the target range 4
Factors at work on inflation 6

4. Achieving the Inflation-Control Targets 13

5. The Outlook for Inflation 17

Aggregate demand and supply 17
Temporary factors affecting inflation 19
Measures of inflation expectations 19
Monetary indicators 21

6. Conclusions 23

Bibliography 24

"The focus of Canadian monetary policy is on price stability. However, the Bank of Canada does not pursue price stability for its own sake but rather as a means of contributing to a well-functioning, productive economy, capable of providing Canadians with a rising standard of living."

— Gordon Thiessen

Speech given at *The World in 1996 Conference*, 19 January 1996

1. Introduction

The six months since the last Report *have been characterized by downward pressure on the trend of inflation.*

This *Report* presents the Bank of Canada's assessment of the trend of inflation in Canada and explains the monetary policy actions deemed necessary to keep inflation within the Bank's inflation-control target range.

Downward pressure on inflation over the last six months has warranted an easing in monetary conditions, which the Bank encouraged through reductions in its operating band for overnight interest rates. These actions have been taken against a favourable backdrop of improving financial market sentiment that reflects both progress on the fiscal front domestically and global reductions in short-term interest rates.

The Bank has nevertheless proceeded at a measured pace in its policy actions, given that short-term interest rate differentials against the United States were narrowing and have recently turned negative. Moreover, financial markets remain wary about the high public sector debt levels in Canada and about the political situation in Quebec.

2. Inflation-Control Targets

The inflation-control target range is set at 1% to 3% until 1998.

In December 1993, the federal government and the Bank of Canada set a target path for inflation extending from the end of 1995 to the end of 1998. The objective is to keep inflation inside a range of 1 to 3 per cent during that period. By 1998, a decision will be taken on a future target range that would be consistent with price stability.

The inflation-control targets are specified in terms of the consumer price index (CPI). The Bank focusses on the CPI excluding food, energy and the effect of indirect taxes because there is a good deal of transitory movement in CPI inflation caused by fluctuations in the prices of food and energy, as well as by changes in indirect taxes. This measure is referred to as the *core* CPI. Over longer periods of time, the measures of inflation based on the total CPI and the core CPI tend to follow similar paths. Therefore, achieving the target path for core CPI inflation should eventually lead to similar movements for total CPI inflation. In the event of persistent differences between the trends of the two measures, the Bank would adjust its desired path for core CPI inflation so that total CPI inflation would come within the target range.

This Report *includes information received to 23 April 1996.*

3. Recent Developments in Inflation

The Bank promotes a rate of monetary expansion consistent with its inflation-control target range.

Over time, inflation results from excessive monetary expansion, although the lags between money supply growth and inflation can be long and difficult to predict. The monetary transmission mechanism involves a series of relationships, beginning with the Bank's influence on overnight interest rates and ending with the ultimate impact on inflation. Through its actions, the Bank promotes a rate of monetary expansion consistent with its inflation-control target range, which in turn should foster sustained economic expansion.

Monetary policy must focus on the factors influencing the trend of inflation six to eight quarters into the future.

Monetary policy actions must thus be forward-looking, focussing on the factors that will influence the trend of inflation six to eight quarters into the future. Developments in inflation over the past year have clearly illustrated the need to distinguish between fundamental supply/demand factors that drive inflation over time and transitory factors that do not have a permanent effect. Measures of inflation rose through the first half of 1995 as a result of both exchange rate and commodity price effects on consumer prices. However, as predicted in earlier issues of this *Report*, these transitory disturbances have had little effect on the trend of inflation. Thus, as these effects have diminished, measured inflation has fallen back and the excess supply situation in the economy has again become the primary factor affecting the rate of inflation.

Inflation and the target range

Core inflation, after remaining in the upper half of the target range through most of 1995, has recently fallen back into the lower half of the range.

As anticipated in the last *Report*, the 12-month rate of increase in the core CPI has recently moved into the lower half of the target range. However, the speed at which inflation has declined was somewhat faster than expected, partly as a result of discounting by retailers in response to weak consumer demand. As of March 1996, core inflation was down to a 12-month rate of 1.5 per cent, compared with a high of 2.7 per cent reached in May 1995 (Chart 1). The 12-month rate of increase in the total CPI was 1.4 per cent, down from a peak of 2.9 per cent in May 1995.

Other broad measures of inflation also declined in the second half of 1995.

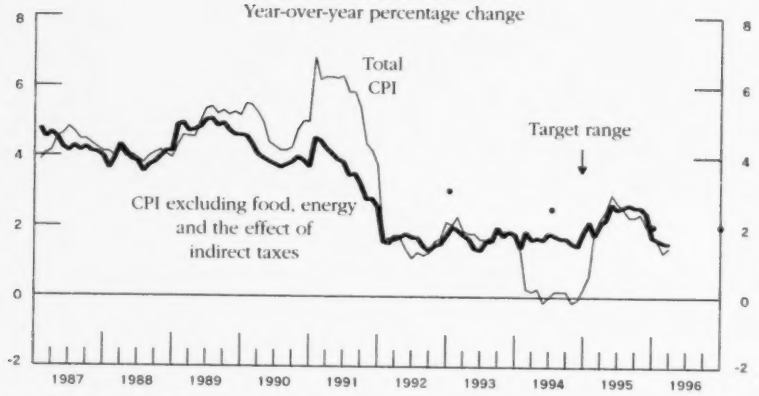
Other broad measures of price inflation also fell back in the second half of 1995. The rate of increase in the fixed-weight GDP deflator was 2.2 per cent in the fourth quarter of 1995 on a year-over-year basis, compared with 2.7 per cent in the second quarter of 1995 (Chart 2). The year-over-year rate of increase of the chain price index[1] for GDP excluding inventories — a measure of price changes that adjusts for shifts in the composition of spending — also declined over the same period.

1. The chain price index for GDP, excluding inventories, weights quarterly price changes by the dollar value of expenditure components in the previous quarter.

Chart 1

Consumer Price Index

Year-over-year percentage change

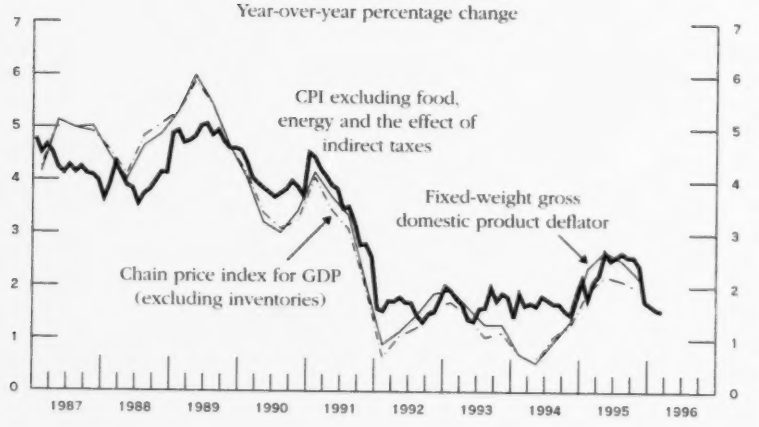


• Midpoint of the inflation-control target range

Chart 2

Broad Inflation Measures

Year-over-year percentage change



Factors at work on inflation

Excess capacity in product markets and slack in labour markets continued to place downward pressure on inflation over the past six months. At the same time, the upward pressure on the inflation rate from both commodity price increases and the past depreciation of the Canadian dollar lessened.

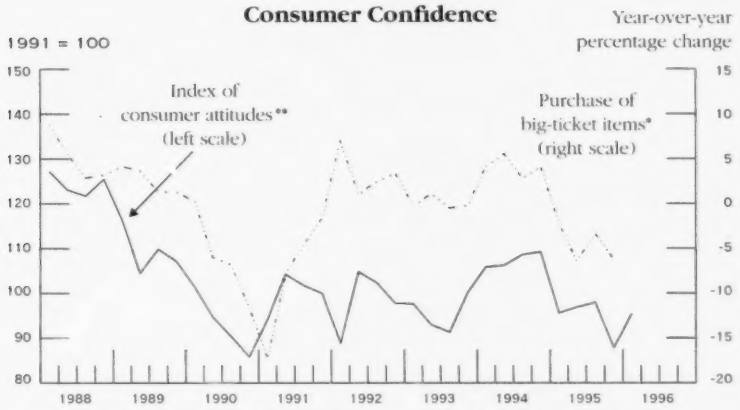
Aggregate demand and supply

The pickup in economic activity during the second half of 1995 was weaker than expected.

After levelling off during the first half of 1995, economic activity in Canada edged up somewhat in the second half. Although the last *Report* suggested that only a modest pickup in growth could be expected in the third quarter, the anticipated further strengthening towards year-end did not materialize. One factor contributing to this outcome was a further weakening in economic confidence among households, which resulted in households reducing their spending in spite of significantly lower interest rates (Chart 3 and Technical Box 1).

Chart 3

Consumer Confidence



* Expenditures in constant dollars on consumer durables plus housing
** *Source:* Conference Board of Canada

Technical Box 1

Consumer Confidence

Consumer confidence (as measured by the Conference Board's index of consumer attitudes) fell considerably during 1995. It was particularly affected by a sharp increase in uncertainty regarding job prospects, given sluggish employment growth for much of 1995, and by the increasing concern of households about their financial situations.

For a growing number of households, employment uncertainty has risen in the context of fiscal restraint and the associated downsizing and reorganizing of the public sector. At the same time, restructuring and layoffs in the private sector have continued, particularly in industries that were formerly insulated from competition by regulations or trade barriers.

A number of factors likely contributed to the worsening financial situations reported by households. Real personal disposable income per worker continued to decline, as growth in income remained weak. Furthermore, the upward spikes in interest rates in both 1994 and 1995 made households feel more vulnerable to major fluctuations in financial markets. And the higher rates, in conjunction with an increase in the ratio of household debt to personal disposable income, caused the debt-service ratio to rise through most of 1995. A further reduction in housing prices in 1995 may also have contributed to a heightened sense of financial insecurity. Finally, there may have been growing concern about the future of public pension plans.

Given these developments, consumers felt that it was not a good time to make major purchases. Indeed, in 1995, consumer expenditures on big-ticket items such as homes, motor vehicles and furniture fell considerably.

There are, however, a number of factors that are expected to improve consumer confidence and lead to renewed growth in household spending in coming months. A continuation of the solid employment gains in the private sector seen between December and March, especially if they increasingly represent new full-time positions, would reduce employment uncertainty. The net decline in interest rates since October will contribute to lower debt-servicing costs and should improve the financial situations of many households. The increased wealth associated with lower interest rates and higher stock prices should also encourage consumption. Indeed, there are already indications that household outlays, particularly on housing, began to rebound in the first quarter.

Activity in the second half of 1995 was also held back by a substantial reduction in inventory accumulation following the buildup of stocks in the first half of the year. On balance, after several years of strong growth, business fixed investment showed little change over this period.

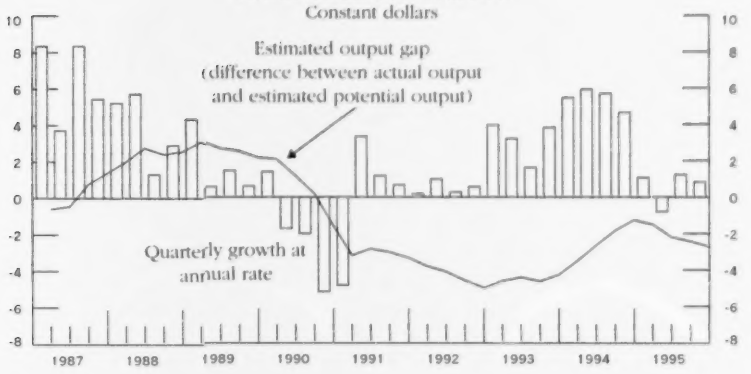
In marked contrast to declining domestic demand in the second half of 1995, exports increased sharply as growth in the U.S. economy picked up. Increased activity in the U.S. housing and automobile markets, together with continued strong demand for investment goods, helped stimulate demand for Canadian exports. Export demand might have been even higher had it not been for sluggish growth in overseas economies and some temporary weakness in the U.S. economy towards year-end.

Slow aggregate demand growth contributed to a widening of the gap between actual and potential output.

The slow growth in aggregate demand in the second half of 1995 has led to an increase in excess capacity, implying increased downward pressure on the trend of inflation. However, there is evidence that aggregate supply in recent years has been lower than previously estimated because of a reduction in the trend rate of labour force participation (Technical Box 2). This has led the Bank to lower its estimate of the level of potential output by about 1 per cent since the last *Report*. The Bank now estimates that the output gap widened to between 2 1/2 and 3 per cent at year-end, up from between 2 and 2 1/2 per cent at midyear (Chart 4).[2]

Chart 4

Gross Domestic Product



2. See the discussion of the Bank's methodology for estimating potential output in the May 1995 *Monetary Policy Report* (Technical Box 1, page 8).

Technical Box 2

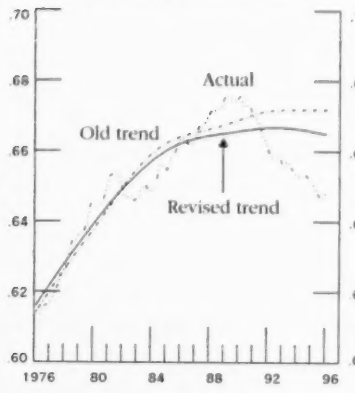
Labour Force Participation

The labour force participation rate[1] fell from about 67 1/2 per cent at the start of 1990 to about 64 1/2 per cent at the end of 1995. Although the participation rate has had a tendency to decline in recessions or periods of slow growth and to rise faster than the trend during periods of strong growth, the current decline has been unusually pronounced and prolonged. The relatively weak growth in employment may have discouraged more people from looking for work than would be normal at this point in the cycle.

The cyclical rebound in the participation rate is, however, likely to be more modest than previously expected, since a number of developments suggest that the trend participation rate may be lower than estimated earlier. These developments include the flattening out of the participation rate of women 25 years and over, the continued rising trend in school enrolment rates for people under 25 (the group with the sharpest decline in participation rate) and the increase in early retirements. While these developments may have been affected by cyclical factors, they also reflect more persistent forces. For example, an increasing number of jobs require greater skills, a fact that is likely behind the rise in school enrolment rates for those under 25. Over time, these higher skill levels should tend to raise the economy's capacity to produce goods and services, but the immediate effect of the lower participation rate is to reduce potential output.

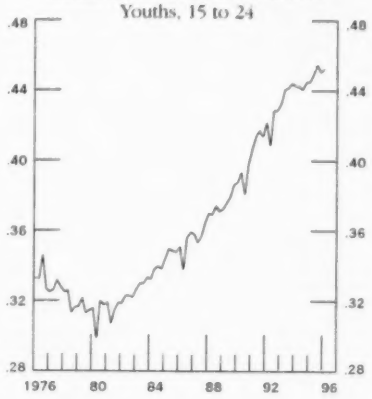
The more modest cyclical rebound in the participation rate, all else being equal, would imply a somewhat faster decline in the unemployment rate.

Participation Rate



School Enrolment Rates

Youths, 15 to 24



1. The percentage of the population 15 years of age and over who have jobs or are looking for jobs.

The exchange rate and commodity prices

Exchange rate effects on inflation have diminished considerably over the past six months.

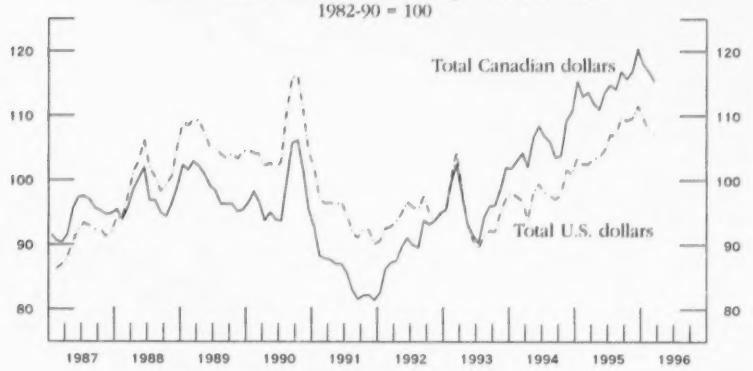
Given the weight of imported goods in the average consumer basket in Canada, exchange rate movements typically feed through to core CPI by a factor of about one-fifth. Most of this adjustment normally takes place within two years after a change in the exchange rate. Accordingly, the impact on inflation of the major depreciation of the Canadian dollar (which was largely over by mid-1994) has diminished appreciably over the last six months. At the recent peak in measured inflation in May 1995, this effect was estimated to have accounted for over 1 percentage point of the core inflation rate of 2.7 per cent. This exchange rate effect is estimated to have fallen to about 0.5 percentage points in March 1996.

The decline in this effect has been clearly evident in the prices of motor vehicles, where the year-over-year rate of increase in Canada over that in the United States fell from 2.9 percentage points in January 1995 to 2.1 percentage points in February 1996. Increased competition and the effects of past improvements in productivity in both the retail and the manufacturing sectors have also put downward pressure on the prices of various imported and import-competing goods in recent months.

Chart 5

Bank of Canada Commodity Price Index

1982-90 = 100



The impact of past commodity price increases on inflation, at both the producer and consumer levels, is also diminishing.

World commodity prices (quoted in U.S. dollars) have on average remained at relatively high levels since last October (Chart 5). Price increases have been most pronounced for natural gas, crude oil, grains and lumber. Both natural gas and crude oil prices have risen considerably following colder-than-normal weather in much of North America and Europe. Crude oil prices have also been under considerable upward pressure because a resumption of petroleum sales by Iraq is unlikely in the near term. Lumber prices have recovered following improvements in the U.S. housing market and in anticipation of an agreement to tax Canadian exports to the United States if they exceed prescribed limits. Grain prices have continued to increase as a result of firm world demand and adverse

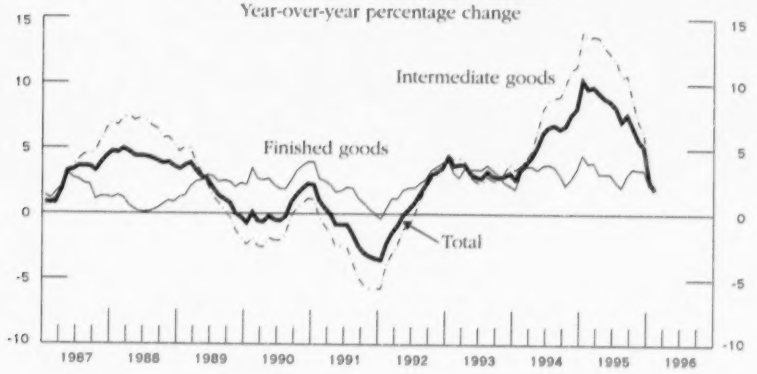
growing conditions in the United States. In contrast, the prices of most industrial materials have fallen because of weakening demand (given only moderate world output growth as well as efforts by users to reduce stocks) and substantial increases in supplies. Declines have been most pronounced in the case of pulp, where prices have fallen by more than 50 per cent from the peak in late 1995. The weakening in industrial materials prices received by Canadian commodity producers has been reflected in a marked deceleration in the year-over-year rise in both the aggregate industrial product price index (Chart 6) and aggregate export prices.

The impact of past commodity price increases continues to show up in selected consumer prices, with the clearest examples being the substantial price increases for both paper supplies and reading materials. However, here again, the impact on core inflation appears to be decreasing from a peak of about half a percentage point observed in the fall of 1995.

Chart 6

Industrial Product Price Index

Year-over-year percentage change



Cost control and other factors

A combination of sluggish demand in the second half of 1995 and fiercely competitive markets has maintained the pressure on producers to control costs and to raise productivity. Overall, cost increases have been low.

Wage increases in 1995 picked up a little in the private sector but remained moderate overall.

Wages, the largest component of total costs, continued to rise at a very moderate pace during 1995, with wage settlements averaging 1.4 per cent in the private sector and 0.6 per cent in the public sector. (The average settlements in the second half of the year were similar to those in the first half.) For the private sector, this represented a slight increase over the average in 1994, but in many cases wage increases have followed earlier substantial productivity gains. The unemployment rate has remained almost unchanged over the past six months, as encouraging gains in aggregate employment levels have been matched by similar increases in the labour force.

Productivity (output per person-hour) was virtually unchanged last year, after impressive gains in 1993 and 1994. The lack of growth in

Chart 7

Unit Labour Costs and Labour Productivity

Year-over-year percentage change

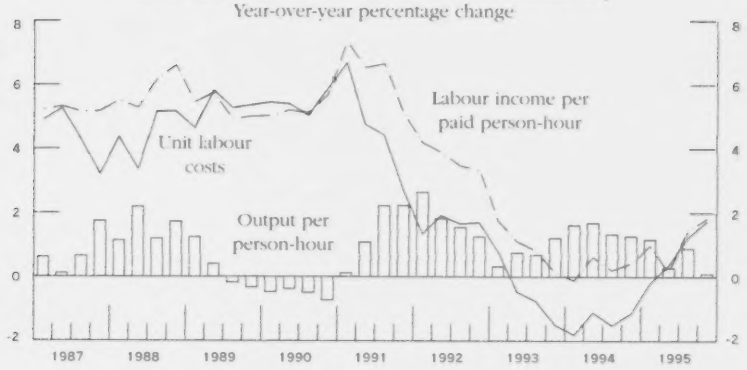
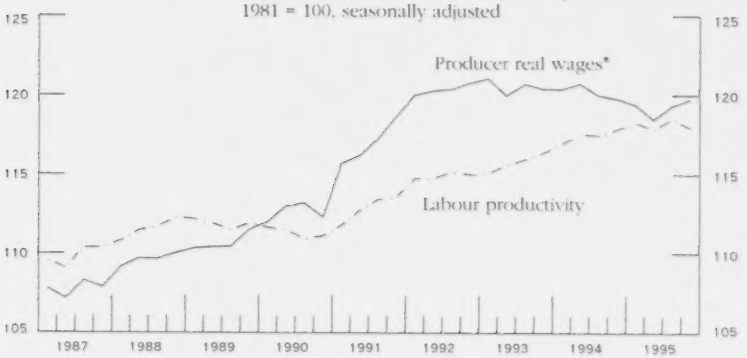


Chart 8

Real Wages and Labour Productivity

1981 = 100, seasonally adjusted



* Labour income per person-hour divided by the GDP deflator

With lacklustre output growth, gains in productivity stalled and unit labour costs rose.

productivity in the second half of 1995 resulted partly from the largely unanticipated slowing in demand towards year-end, since firms tend not to adjust their labour inputs fully to adverse demand shocks in the short run.

This combination of some wage gains and little change in aggregate productivity caused unit labour costs to rise in the second half of 1995 (Chart 7).

The producer real wage gap opened up slightly towards year-end.

The gap between real wages and productivity opened up slightly in the second half of 1995 (Chart 8). This reflected a combination of moderate rises in wage rates, lower increases in producer prices and the lacklustre performance of labour productivity. The larger gap will encourage continued cost-containment measures, especially in the retail sector where the gap is most pronounced.

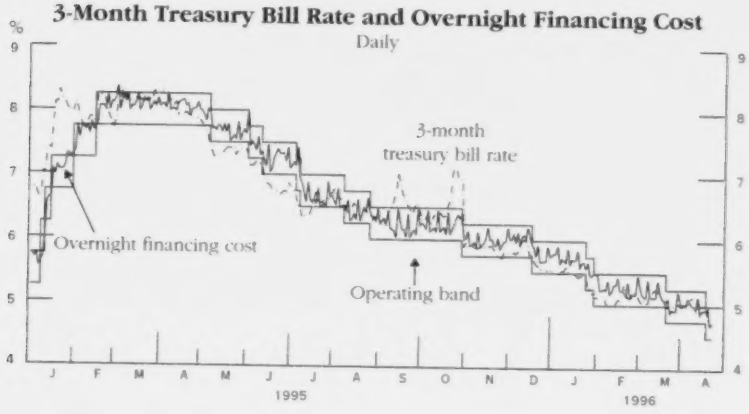
4. Achieving the Inflation-Control Targets

Monetary conditions have eased in response to disinflationary pressures.

Monetary policy is aimed at keeping inflation within the 1 to 3 per cent inflation-control target range. In light of the accumulating evidence that the trend of inflation was moving into the lower half of the range, the Bank reduced the operating band for the overnight interest rate by one-quarter of a percentage point on six occasions since the last *Report* in order to ease monetary conditions (Chart 9). The first move (31 October) was the day after the Quebec referendum, as the Bank took the earliest opportunity following this period of heightened market uncertainty to react to the disinflationary pressure. Two of the cuts (on 19 December and 31 January) took advantage of reductions in the U.S. federal funds rate, two others (on 25 January and 21 March) followed reports indicating that inflation had moved firmly into the lower half of the target range, while the most recent cut (18 April) occurred in the context of reductions in official rates by a number of central banks in Europe.[3]

Chart 9

3-Month Treasury Bill Rate and Overnight Financing Cost



Over this period, money market interest rates declined broadly in line with the overnight rate as financial markets reacted positively to the Bank's actions. Canada's solid inflation performance and the pronounced progress that has been made towards achieving stated fiscal policy objectives, as well as declining short-term interest rates globally, all contributed to this improved sentiment in the money market. Indeed, Canada-U.S. short-term interest rate differentials narrowed over this period and are now negative (Chart 10). Despite this development, the Canadian dollar continued to trade in a narrow range (Chart 11). The firmness of the dollar appears to reflect the same factors that are supporting the money market, as well as the recent marked improvement in the current account of Canada's balance of international payments.

3. Effective 22 February 1996, the Bank adopted a new method for setting the Bank Rate, tying it to the top of the Bank's operating band for the overnight rate (Technical Box 3). This change had no effect on monetary conditions.

Technical Box 3

Setting the Bank Rate

For about 16 years, the Bank Rate was set each week at a level equal to the average interest rate established at the auction of 3-month Government of Canada treasury bills, plus one-quarter of a percentage point.

On 22 February 1996 the Bank adopted a new approach, in which the Bank Rate is set at the upper limit of the operating band for the overnight financing rate — the rate at which major participants in the money market borrow and lend 1-day funds.

The operating band was established in mid-1994 when the Bank began acting to hold the overnight interest rate within a band of one-half of a percentage point.[1] Since then, the movements in this band have provided a better indication of changes in the stance of Bank policy than those in the 3-month treasury bill rate. This is because the Bank, through its operations, controls the overnight rate more directly than the 3-month rate. The 3-month rate is influenced both by the overnight rate and by market expectations of what the overnight rate will be over the next three months.

With the new arrangement, the Bank Rate and the Bank's operating band for overnight rates become consistent measures of the Bank's near-term policy stance. This eliminates the uncertainty and confusion that had existed previously as to which was the key indicator of the Bank's policy stance.

The change also made the Bank Rate a more appropriate interest rate for the Bank's transactions, which are typically for a 1-day term. These include advances to financial institutions and purchase and resale transactions with investment dealers.

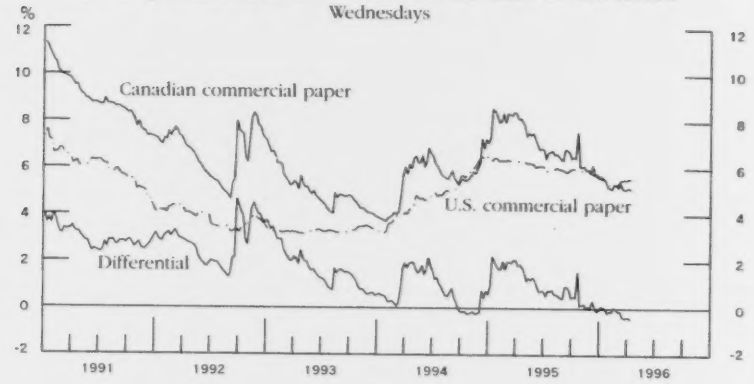
The adoption of the new method followed discussions between the Bank and the financial community regarding the future implementation of monetary policy under a new electronic payments system that will provide same-day settlement for large value payments. In this future environment, the Bank will provide overnight financing at a cost equal to the upper limit of its operating band. Thus, the new method of setting the Bank Rate will continue to be appropriate in the future.

1. See "Monetary Policy Operations: Increased Emphasis on the Overnight Interest Rate" (Technical Box 3, page 16) in the November 1995 *Monetary Policy Report*.

Chart 10

90-Day Interest Rates – Canada and the United States

Wednesdays



The decline in short-term interest rates has been reflected in the Bank's monetary conditions index (MCI) — a shorthand measure of the combined effect of changes in short-term interest rates and the exchange rate on aggregate demand (Chart 12). Since last autumn, monetary conditions have eased by the equivalent of about 200 basis points, attaining the lowest level in two years.

Chart 11

Canadian Dollar Exchange Rate

Wednesdays

With many central banks cutting short-term interest rates, the international environment has provided a favourable backdrop for domestic rate reductions. Moreover, the reasons for easier monetary conditions in Canada seemed clear to market participants and, in most cases, the reduction in the overnight rate was anticipated by them and already factored into money market rates. The Bank, nevertheless, proceeded at a measured pace in lowering the operating band for the overnight rate. By doing so,

The Bank has proceeded at a measured pace in its policy actions ...

...hoping to foster as much understanding and as little uncertainty as possible.

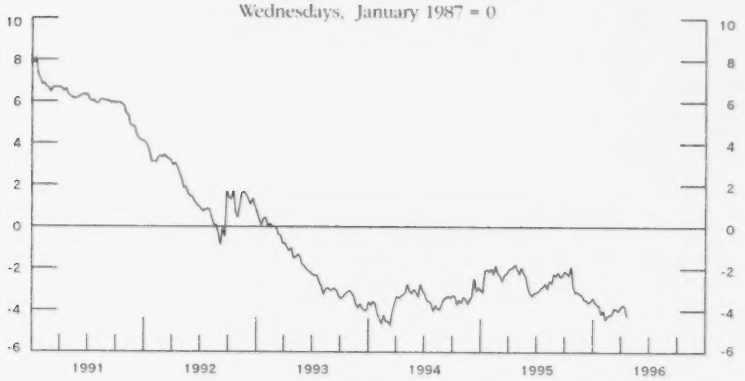
it hoped to foster as much understanding and as little uncertainty as possible about its policy actions at a time of narrowing short-term interest rate spreads and ongoing financial market attention to the high levels of government indebtedness and the political situation in Quebec.

At times in the past when there was significant financial market uncertainty, monetary policy actions aimed at easier monetary conditions provoked a sharp drop in the value of the Canadian dollar that set up expectations of further depreciation. This led to heavy selling of Canadian dollar assets and thus to sharp increases in interest rates — sometimes when lower rates would have been appropriate given the prevailing economic conditions. The measured approach to lowering overnight rates during the last six months appears to have helped minimize uncertainty, thereby facilitating the easing in monetary conditions.

Chart 12

Monetary Conditions Index

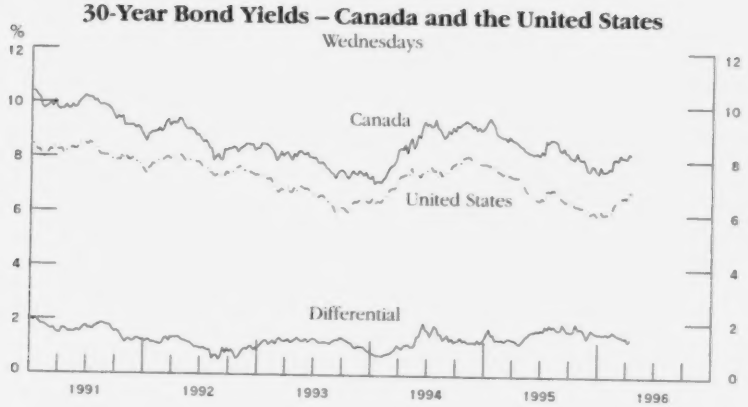
Wednesdays, January 1987 = 0



The premiums that medium- and long-term borrowers of Canadian dollars have had to pay relative to borrowers of U.S. dollars have begun to decline but remain relatively high, indicating that investor uncertainty has not disappeared. For example, the differential between Canadian and U.S. long-term yields has fallen below 1 1/2 per cent (Chart 13). This is down from the peak of 2 per cent prior to the Quebec referendum, but still significantly above the average of about 1 per cent during the 1970s and 1980s — a period when the differential incorporated a higher inflation rate in Canada than in the United States.

Chart 13

30-Year Bond Yields – Canada and the United States



5. The Outlook for Inflation

In assessing the outlook for inflation, the Bank must consider the implications of various factors — including the external economic environment, consumer and business confidence and monetary conditions — for the future course of aggregate demand. It also looks at information on measures of inflationary expectations and at the pace of monetary expansion to shed light on the future path of output and inflation.

Aggregate demand and supply

External demand should continue to contribute to Canada's output growth.

The most important element in Canada's external economic environment is the U.S. economy, which grew by 1.3 per cent during 1995. The year-end weakness in the U.S. economy continued in the early part of 1996 as a result of a series of federal government shutdowns and adverse weather conditions. However, as these temporary factors have disappeared and as domestic demand responds to the easing in short-term interest rates, the U.S. economy appears to be returning to a path of steady growth.

While economic expansion in the major European countries slowed during 1995, the Japanese economy began to show signs of renewed strength towards year-end. A general firming trend is anticipated among the major overseas countries during 1996, sustained in many cases by an easing in monetary conditions. In addition, continued expansion in the emerging markets of Southeast Asia is expected, as is a recovery in Latin America.

With further increases in supplies and ongoing reductions in stocks by users, prices for pulp and paper may continue to decline over the near term. The prices of both crude oil and natural gas should fall back as weather conditions moderate. Nevertheless, on average, the prices of other industrial commodities are expected to remain firm at high levels

consistent with a solid pace of expansion among the major industrial countries.

The positive contribution of external demand to the expansion of the Canadian economy should continue in the first half of 1996. This will be reinforced by the strong competitive position of Canadian industry, which favours both export growth and further substitution of domestic production for imports.

Although employment uncertainty and efforts to increase savings may somewhat restrain growth in household spending ...

Domestic demand is also expected to begin to strengthen, but only gradually. With many households concerned about both job prospects and their financial situations, expenditures on big-ticket items will likely remain relatively modest over the near term. In addition, fiscal restraint will continue to affect aggregate demand directly. Ongoing inventory correction could also restrain the pace of activity, although to a lessening extent, and business investment intentions point to some softness after several years of rapid growth. Nonetheless, there are signs of a gathering momentum in domestic demand. Recent growth in employment and income, stemming partly from the expansion of net exports, should encourage household spending. The significant easing in monetary conditions since last spring should also begin to improve confidence and provide an important boost to domestic demand. Indeed, data on retail sales and sales of existing homes for the early part of the first quarter indicate that a recovery in household spending is under way. And with fiscal consolidation proceeding at all levels of government, risk premiums in interest rates along the yield curve have begun to decline and individuals have become less concerned about the possibilities of future tax increases.

... the pace of economic expansion in Canada should pick up in coming months.

All told, external and domestic factors suggest that economic activity will expand faster in the first half of 1996 than in 1995. However, the factors at work also suggest that slack in the economy will not be taken up in any significant way until the second half of the year. Recent private sector forecasts are broadly consistent with this scenario. These forecasts suggest that total demand (in volume terms) will expand by slightly under 2 per cent on an annual average basis in 1996, with a profile pointing to a strengthening in the pace of activity to around 3 per cent at annual rates in the second half of the year.

Excess supply will nonetheless continue to place downward pressure on inflation.

This analysis suggests that the downward pressure on the trend of inflation coming from excess supply will persist through the year. Similarly, labour market conditions will continue to contain wage pressures. It is also expected that stronger economic expansion this year will lead to renewed productivity growth, which will help keep overall cost increases low.

Temporary factors affecting inflation

The effects of past exchange rate and commodity price movements on consumer prices should continue to abate.

The pressure on core inflation from past depreciations and earlier commodity price increases should continue to abate over the next few months. Stabilization in the value of the Canadian dollar over the past year, together with recent declines in the prices of many industrial materials (especially pulp), is easing the pressure on core inflation from these sources. Furthermore, anecdotal evidence continues to suggest that competition in the Canadian retail marketplace remains intense, with strong consumer resistance to price increases.

Part of the decline in core inflation observed since November 1995 may have represented temporary discounting by retailers in an effort to clear unwanted stocks, especially seasonal items. Once retail inventories return to more normal levels, and to the extent that household demand starts to gather some strength, some of the recent reduction in core inflation that came from this discounting may be reversed.

On balance, the upward pressure on core inflation from transitory factors should continue to ease in coming months.

Measures of inflation expectations

Expectations of inflation continue to decline.

The formation of expectations can play an important role in the dynamics of inflation. For example, changes in the exchange rate or in commodity prices, instead of just affecting the price level, can influence the trend of inflation through their impact on expectations. Over the past year, however, such relative price movements seem to have affected core inflation only temporarily, and short-term inflation expectations have subsequently begun to fall back. In the December quarterly survey of Canadian business confidence conducted by the Conference Board, 83 per cent of respondents expected inflation to be 2 per cent or less over the near term, compared with 72 per cent in the previous survey. In the Conference Board's March quarterly *Survey of Forecasters*, it was anticipated that CPI inflation would average about 1.6 per cent in 1996, down from just under 2.5 per cent six months ago, and would edge up to just under 2.0 per cent in 1997. Longer-term inflation expectations reported in the surveys have also fallen into line with the midpoint of the inflation-control target range, indicating the growing credibility of monetary policy (Technical Box 4).

Long-term inflation expectations can also be gauged by looking at the yield differential between long-term conventional (or nominal) and Real Return Government of Canada bonds (Chart 14). While this differential is affected by a number of factors other than inflation expectations, the influence of these other factors probably changes slowly.[4]

4. Two factors would tend to widen the differential between conventional and Real Return bonds. One is a premium on conventional bonds for inflation uncertainty. The other is that Real Return Bonds would typically attract a clientele with greater risk aversion to inflation and higher inflation expectations. A third factor, acting in the opposite direction, is that the yield on Real Return Bonds incorporates a premium to compensate investors for the liquidity risk associated with the small size and low trading activity of the Real Return Bond market.

Technical Box 4

Target Inflation and Expectations

Inflation-control targets can help anchor inflation expectations. The more credible the targets, the more they reduce the risk that relative price increases stemming from exchange rate or other temporary shocks will generate expectations of higher trend inflation. The adjustment of expectations to targets may take time because credibility is earned only gradually in light of the actual evolution of inflation and the perceived commitment of the authorities. An examination of the profile of inflation forecasts over the 1990s illustrates how expectations have adjusted to the Bank's targets.

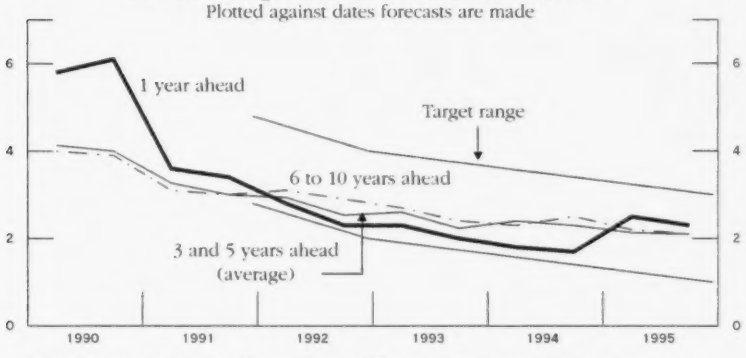
Both the Conference Board's *Survey of Forecasters* and Consensus Economics' *Consensus Forecasts* show that expectations of future inflation declined fairly steadily from over 4 per cent in the first half of 1990 to a little over 2 per cent by the second half of 1995, with similar profiles at prediction horizons ranging from one year to 6 to 10 years.[1]

However, the fact that medium-term expectations remained above the midpoint of the target range for some time is consistent with expectations adjusting only gradually to the targets. In the first half of 1992, for instance, expected inflation rates for 1995 and 1997 were still around 3 per cent, well above the target midpoints for those years. However, by the second half of 1995, expectations at the 3- and 5-year horizons had been trimmed to roughly 2 per cent, broadly consistent with the midpoint of the announced range through 1998.

While the adjustment of medium-term expectations to targets was probably encouraged by the actual experience of a declining trend in inflation, short-term expectations were sensitive to short-run movements in inflation. Changes in expectations at the 1-year horizon, for example, echoed changes in current inflation in 1994 and 1995, but expectations at longer horizons remained on a fairly stable downward trend. This suggests that in the last two years, forecasters have tended to discount deviations of current inflation from the midpoint of the target range as temporary developments.

Inflation Expectations at Various Horizons*

Plotted against dates forecasts are made



* Based on various surveys of consumer price inflation by Consensus Economics Inc.

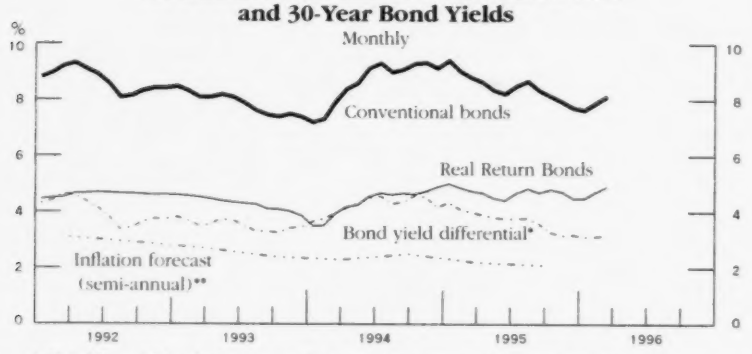
1. In 1990, inflation expectations for 1991 reached 6 per cent, owing to the planned introduction of the GST, but expected inflation for 1992 and subsequent years was about 4 per cent.

Thus, movements in that differential probably reflect changes in inflation expectations reasonably well. Moreover, in contrast to survey data, this measure of expectations is available continuously and reflects actual financial decisions based on forecasts of inflation by market participants.

The differential rose to a peak of about 4.6 per cent in mid-1994 and has come down since that date somewhat more rapidly than the longer-term forecasts of inflation. It currently stands at about 3 1/4 per cent — close to its lowest level since Real Return Bonds were first issued in 1991.

Chart 14

CPI Inflation Forecasts 6 to 10 Years Ahead and 30-Year Bond Yields



* The differential is calculated using the appropriate compound interest formula.
** *Source*: Consensus Economics Inc.

Monetary indicators

Monetary aggregates point to low inflation and rising economic activity.

Monetary aggregates have been useful indicators of near-term output and price-level developments. For inflation, the broad aggregate M2+ (especially when adjusted for substitution into longer-term mutual funds) has been the best indicator (Chart 15). It has been growing at between 3 and 5 per cent annually for some time, which is consistent with inflation remaining in the bottom half of the target range.

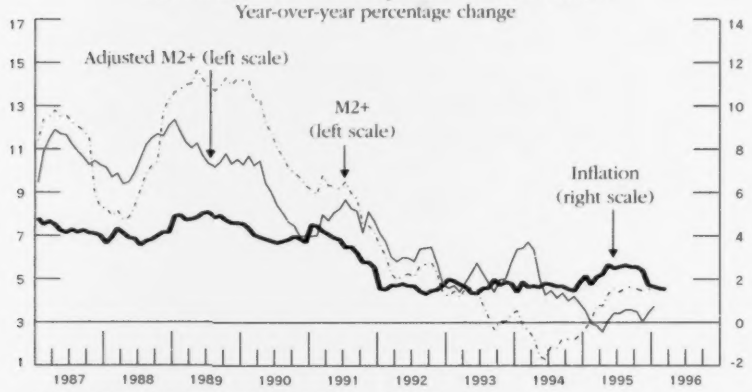
The most valuable indicator of near-term changes in output has been real M1. This narrow aggregate, which measures the real value of transactions balances in the economy, grew quite rapidly throughout 1995 (Chart 16). Some of this reflects rising deposits in current accounts in response to the more competitive interest rates paid on some of these accounts (Technical Box 4 in the November 1995 *Report*). However, even after allowing for this technical factor, the expansion of real M1 appears consistent with a pickup in GDP growth in the first half of 1996.

Recent work at the Bank has identified a statistical model in which M1 provides leading information about the medium-term trend of inflation. This model suggests that inflation will average under 2 per cent per annum over the next couple of years.[5]

Chart 15

Core Inflation and Adjusted M2+ Growth*

Year-over-year percentage change

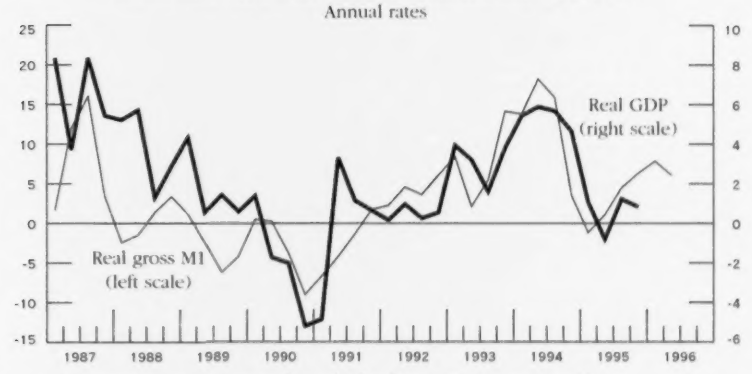


* Adjusted M2+ adds CSBs and mutual funds at financial institutions to M2+.

Chart 16

Real GDP Growth and Real Gross M1 Growth*

Annual rates



* Two-quarter moving average of growth of real gross M1, one quarter earlier

5. In the spring 1996 issue of the *Bank of Canada Review*, the article "Recent developments in monetary aggregates and their implications" by Louis-Robert Lafleur and Walter Engert summarizes recent econometric research at the Bank on the M1 aggregate.

6. Conclusions

As anticipated six months ago in the last *Report*, the effects of past exchange rate and commodity price movements on inflation have begun to wane. Thus, both total and core CPI inflation have moved into the lower half of the inflation-control target range. This movement occurred somewhat earlier than expected, partly as a result of price discounting by retailers in response to weak consumer demand.

With a significant amount of excess supply in the Canadian economy, the outlook for the balance of 1996 is for the core rate of inflation to remain in the lower half of the inflation-control target range. This prospect is reinforced by a projected further unwinding of the temporary effects on inflation stemming from past movements in the exchange rate and commodity prices.

The near-term inflation outlook remains consistent with the Bank's inflation-control target range.

For the medium term, a key issue is whether the trend of inflation might move below the Bank's 1 to 3 per cent target range for inflation control. As discussed in the *Report*, a solid pickup in the pace of activity through 1996 and into next year is expected to begin to take up economic slack. Nevertheless, the fact that this scenario would still leave a margin of excess supply in the economy points to the possibility of the trend of inflation falling below 1 per cent six to eight quarters into the future. This in turn would imply an easing in the desired ***medium-term*** path of monetary conditions. However, consideration must also be given to the possibility that, in response to the significant easing in monetary conditions that has occurred during the past six months, the economy could turn out to be much stronger, particularly if there were a pronounced turnaround in economic confidence among households. Some further monitoring of the flow of economic information may therefore be needed to come to a judgment on the balance of risks regarding the trend of inflation.

This is a report of the Governing Council of the Bank of Canada: Gordon Thiessen, Bernard Bonin, Charles Freedman, Paul Jenkins, Tim Noël and Sheryl Kennedy.

Bibliography

Bank of Canada. 1991. "Targets for reducing inflation: Announcements and background material." *Bank of Canada Review* (March): 3-21.

_____. 1991. "Targets for reducing inflation: Further operational and measurement considerations." *Bank of Canada Review* (September): 3-23.

_____. 1993-94. "Statement of the Government of Canada and the Bank of Canada on monetary policy objectives." *Bank of Canada Review* (winter): 85-86.

Conference Board of Canada. 1996. *Index of Business Confidence* (winter).

_____. 1996. *Index of Consumer Attitudes* (spring).

_____. 1996. *Survey of Forecasters* (March).

Consensus Economics Inc. *Consensus Forecasts*. London, U.K.: Philip M. Hubbard. Various issues, 1991-1995.

Freedman, Charles. 1994. "The use of indicators and of the monetary conditions index in Canada." In *Frameworks for Monetary Stability: Policy Issues and Country Experiences*, edited by Tomás J. T. Baliño and Carlo Cottarelli. Washington: International Monetary Fund. (Copies of the paper are available from the Bank of Canada.)

_____. 1995. "The role of monetary conditions and the monetary conditions index in the conduct of policy." *Bank of Canada Review* (autumn): 53-59.

Lafleur, Louis-Robert and Walter Engert. 1996. "Recent developments in monetary aggregates and their implications." *Bank of Canada Review* (spring): 3-11.

Thiessen, Gordon G. 1995. "Uncertainty and the transmission of monetary policy in Canada." The HERMES-Glendon Lecture. *Bank of Canada Review* (summer): 41-58.

_____. 1996. "Monetary and fiscal policies: Orientations and interactions." Speech to *The World in 1996 Conference*. *Bank of Canada Review* (spring): 67-72.

Further Information About the Bank of Canada

Internet

http://www.bank-banque-canada.ca
The Bank's home page offers general background as well as timely access to press releases, speeches by the Governor and many of our major publications. Current exchange rates are updated daily.

Publications

Bank of Canada Review
A quarterly publication that combines economic commentary and feature articles with a set of statistical tables. By subscription.

Bank of Canada Annual Report
Provides an overview of the central bank's functions as well as financial statements. Published annually in March. Without charge.

Weekly Financial Statistics
A 16-page package of banking and money market statistics. By subscription.

For information about these and other publications, contact
Publications Distribution.
234 Wellington Street, Ottawa, K1A 0G9
Telephone: (613) 782-8248
E-mail: publications@bank-banque-canada.ca

Public Information

For general information on the role and functions of the Bank, contact our Public Information office.

Telephone: (613) 782-7201
Fax: (613) 782-7713

BANQUE DU CANADA

Rapport sur la politique monétaire

– mai 1996 –

Le dollar d'argent qui illustre la page couverture du Rapport *célèbre le* Griffon, *le premier bateau à naviguer sur les Grands Lacs en amont des chutes du Niagara. L'explorateur René-Robert Cavelier, sieur de La Salle, construisit le* Griffon *comme un navire de commerce et le mena jusqu'à Michilimackinac et Green Bay. Lors du voyage de retour toutefois, celui-ci fut emporté par une tempête.*

Banque du Canada
234, rue Wellington
Ottawa (Ontario)
K1A 0G9

ISSN 1188-1291-454
CN ISSN 1201-8783

Imprimé au Canada sur papier recyclé

Table des matières

1. Introduction 3

2. Les cibles de maîtrise de l'inflation 3

3. L'évolution récente de l'inflation 4

L'inflation et la fourchette cible 4
Les facteurs qui influencent l'inflation 6

4. La réalisation des cibles de maîtrise de l'inflation . . . 13

5. Les perspectives en matière d'inflation 18

La demande et l'offre globales 18
Les facteurs temporaires qui influencent l'inflation 19
Les mesures des attentes relatives à l'inflation 20
Les indicateurs monétaires 23

6. Conclusions 24

Bibliographie 25

«La politique monétaire canadienne est axée sur la réalisation de la stabilité des prix. Toutefois, il ne s'agit pas là d'une fin en soi, mais plutôt du moyen dont dispose la Banque du Canada pour promouvoir une économie productive, bien huilée et permettant aux Canadiens d'améliorer leur niveau de vie.»

— Gordon Thiessen

Allocution prononcée le 19 janvier 1996 à l'occasion de la conférence *The World in 1996* tenue à Toronto

1. Introduction

Au cours des six mois écoulés depuis le dernier rapport, des pressions à la baisse se sont exercées sur la tendance de l'inflation.

Le *Rapport sur la politique monétaire* présente l'évaluation que la Banque du Canada fait de la tendance de l'inflation au Canada et explique les mesures de politique monétaire qu'elle a jugé nécessaire d'appliquer pour maintenir la hausse des prix à l'intérieur de sa fourchette cible de maîtrise de l'inflation.

Les pressions à la baisse qui se sont exercées sur l'inflation au cours des six derniers mois ont justifié un assouplissement des conditions monétaires, que la Banque a encouragé en réduisant à plusieurs reprises la fourchette opérationnelle établie pour le taux du financement à un jour. Cet assouplissement s'est produit à la faveur d'une amélioration du climat sur les marchés financiers, attribuable aux progrès dans l'assainissement des finances publiques au Canada et à la décrue des taux d'intérêt à court terme à l'échelle internationale.

Néanmoins, la Banque a dû procéder avec circonspection, étant donné que l'écart entre les taux à court terme canadiens et américains se rétrécissait et est devenu négatif ces derniers temps. De plus, les marchés financiers continuent d'être préoccupés par l'endettement élevé du secteur public au Canada et la situation politique au Québec.

2. Les cibles de maîtrise de l'inflation

Les limites de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation s'appliquant jusqu'à la fin de 1998 sont de 1 et 3 %.

Le gouvernement fédéral et la Banque du Canada ont arrêté en décembre 1993 une trajectoire cible d'évolution de l'inflation pour la période allant de la fin de 1995 à la fin de 1998. L'objectif visé est de maintenir le taux d'inflation dans une fourchette de 1 à 3 % durant cette période. D'ici la fin de 1998, le gouvernement et la Banque conviendront d'une nouvelle fourchette cible compatible avec la stabilité des prix.

Les cibles de maîtrise de l'inflation sont établies en fonction de l'indice des prix à la consommation (IPC). La Banque accorde plus de poids à une variante de cet indice qui exclut les aliments, l'énergie et l'effet des impôts indirects, étant donné que ces éléments sont la source d'une bonne part des mouvements temporaires de l'indice global. C'est ce qu'on appelle ici l'*indice de référence*. Sur de longues périodes, les mesures de l'inflation fondées sur l'IPC global et sur l'indice de référence tendent à afficher des profils d'évolution similaires. Par conséquent, lorsque l'inflation mesurée selon l'indice de référence suit la trajectoire cible établie, il devrait en être sensiblement de même du taux d'accroissement de l'IPC global. Toutefois, si les deux indices devaient conserver des profils d'évolution divergents, la Banque ajusterait la trajectoire souhaitée pour le taux d'augmentation de l'indice de référence de façon à ramener celui de l'IPC global à l'intérieur de la fourchette cible.

Les données que renferme le présent rapport s'arrêtent au 23 avril 1996.

3. L'évolution récente de l'inflation

La Banque encourage un taux d'expansion monétaire compatible avec sa fourchette cible de maîtrise de l'inflation.

Une expansion monétaire excessive mène avec le temps à l'inflation. Toutefois, le temps qui s'écoule entre la manifestation de ces deux phénomènes peut être long et difficile à prévoir. Le mécanisme de transmission de la politique monétaire est constitué d'une série de chaînons qui vont des mesures que prend la Banque pour influencer le taux du financement à un jour à l'incidence que celles-ci finissent par avoir sur l'inflation. La Banque s'emploie à imprimer indirectement à la masse monétaire un rythme d'expansion compatible avec sa fourchette cible de maîtrise de l'inflation, lequel devrait, à son tour, favoriser une expansion économique durable.

La politique monétaire doit être axée sur les facteurs qui influenceront la tendance de l'inflation six à huit trimestres plus tard.

Les mesures de politique monétaire doivent donc être prospectives, c'est-à-dire axées sur les facteurs qui agiront sur la tendance de l'inflation six à huit trimestres plus tard. L'évolution de la hausse des prix au cours de la dernière année montre clairement qu'il importe de faire la distinction entre les facteurs qui n'ont qu'un effet temporaire et les facteurs fondamentaux d'offre et de demande qui alimentent l'inflation au fil du temps. Les mesures de l'inflation ont augmenté tout au long du premier semestre de 1995 en raison de l'incidence que les variations du taux de change et des cours des produits de base ont eue sur les prix à la consommation. Toutefois, comme il avait été prévu dans les livraisons précédentes du *Rapport*, ces chocs temporaires n'ont guère eu d'influence sur la tendance de l'inflation. Ainsi, leur effet s'étant émoussé, l'inflation mesurée s'est repliée, et la présence d'une offre excédentaire au sein de l'économie est redevenue le principal facteur agissant sur l'inflation.

L'inflation et la fourchette cible

L'inflation mesurée par l'indice de référence est passée de la moitié supérieure de la fourchette cible en 1995 à la moitié inférieure récemment.

Comme le prévoyait le précédent rapport, le taux d'augmentation sur douze mois de l'indice de référence est récemment descendu dans la moitié inférieure de la fourchette cible. Toutefois, l'inflation a diminué un peu plus rapidement qu'on ne s'y attendait, en partie à cause des rabais pratiqués par les détaillants devant la faiblesse des dépenses de consommation. En mars 1996, le taux d'inflation sur douze mois mesuré par l'indice de référence était tombé à 1,5 %, comparativement à un sommet de 2,7 % atteint en mai 1995 (Graphique 1). Quant à l'IPC global, son taux d'accroissement sur douze mois a été de 1,4 %, en baisse par rapport à un sommet de 2,9 % atteint également en mai 1995.

Les autres grandes mesures de l'inflation ont aussi fléchi au second semestre de 1995. La hausse annuelle de l'indice des prix à pondération fixe du PIB s'est chiffrée à 2,2 % au quatrième trimestre de 1995, contre 2,7 % au deuxième trimestre (Graphique 2). Le taux d'accroissement

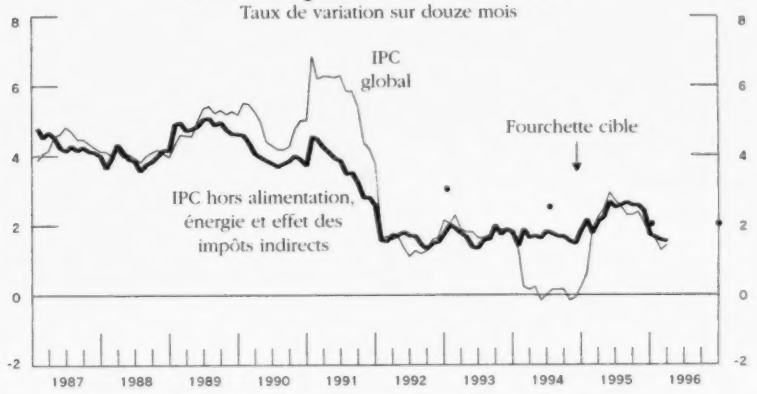
annuel de l'indice de prix en chaîne du PIB hors variation des stocks — une mesure des variations des prix qui tient compte des modifications de la composition de la dépense — a aussi diminué au cours de la même période[1].

Les autres grandes mesures de l'inflation ont aussi fléchi au second semestre de 1995.

Graphique 1

Indice des prix à la consommation

Taux de variation sur douze mois

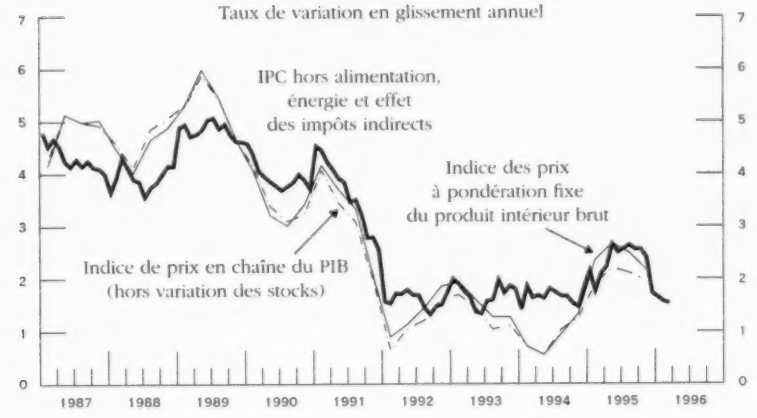


• Point médian de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation

Graphique 2

Grandes mesures de l'inflation

Taux de variation en glissement annuel



1. Dans le calcul de l'indice de prix en chaîne du PIB hors variation des stocks, les fluctuations trimestrielles des prix sont pondérées par la valeur des composantes de la dépense observée le trimestre précédent.

Les facteurs qui influencent l'inflation

Les capacités de production excédentaires et les ressources inutilisées sur le marché du travail ont continué d'exercer des pressions à la baisse sur l'inflation au cours des six derniers mois. Parallèlement, les pressions à la hausse sur le taux d'inflation engendrées par le renchérissement des produits de base et la dépréciation passée du dollar canadien se sont amoindries.

La demande et l'offre globales

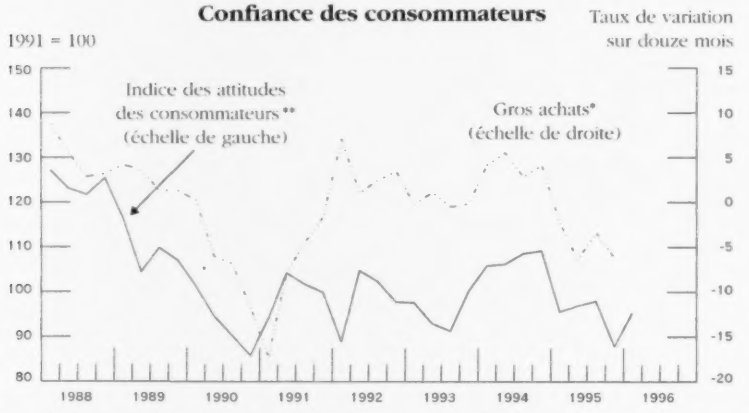
L'accélération de l'activité économique n'a pas eu l'ampleur escomptée au second semestre de 1995.

Après avoir marqué le pas durant le premier semestre de 1995, l'activité économique a progressé quelque peu au second. Le dernier rapport prévoyait effectivement que la reprise de la croissance au troisième trimestre ne serait que timide, mais le regain de vigueur attendu pour la fin de l'année ne s'est pas concrétisé. Cela s'explique en partie par une nouvelle érosion de la confiance des ménages, qui ont réduit leurs dépenses en dépit d'une baisse sensible des taux d'intérêt (Graphique 3 et Note technique 1).

Au second semestre de 1995, l'activité économique a aussi été freinée par un ralentissement substantiel du rythme d'accumulation des stocks par rapport au semestre précédent. Par ailleurs, après plusieurs années de forte croissance, les investissements fixes des entreprises n'ont guère varié dans l'ensemble au cours de cette période.

Graphique 3

Confiance des consommateurs



* Achats, en dollars constants, de biens de consommation durables et de logements
** *Source* : Conference Board du Canada

À l'inverse de la demande intérieure, qui s'est affaiblie au second semestre de 1995, les exportations ont connu un essor marqué, à la faveur d'une accélération de la croissance économique aux États-Unis. Dans ce pays, le raffermissement de l'activité sur les marchés du logement et de l'automobile, conjugué à la persistance d'une forte demande de biens d'équipement, a contribué à stimuler la demande d'exportations

Note technique 1

La confiance des consommateurs

La confiance des consommateurs — mesurée par l'indice des attitudes des consommateurs du Conference Board du Canada — a fortement diminué en 1995. Cette diminution tient surtout à l'aggravation marquée de l'incertitude entourant l'emploi, qui a stagné durant la majeure partie de 1995, et aux préoccupations grandissantes des ménages au sujet de leur situation financière.

Dans un contexte d'austérité budgétaire, de réduction des effectifs et de réorganisation du secteur public, de plus en plus de gens s'interrogent sur la sécurité de leur emploi. Parallèlement, la restructuration et les mises à pied se sont poursuivies dans le secteur privé, surtout dans les branches d'activité que la réglementation ou les barrières commerciales soustrayaient auparavant à la concurrence.

Plusieurs facteurs ont sans doute contribué à la détérioration de la situation financière des ménages. Le revenu disponible réel par travailleur a continué de régresser, la croissance des revenus avant impôt demeurant faible. En outre, à cause des hausses de taux d'intérêt survenues en 1994 et en 1995, les ménages se sont sentis plus vulnérables aux fluctuations marquées des marchés financiers. Ces hausses de taux, conjuguées à l'accroissement du ratio de la dette au revenu disponible, ont entraîné une augmentation du ratio du service de la dette des ménages durant la majeure partie de l'année. Une nouvelle réduction des prix des maisons en 1995 a pu également renforcer le sentiment d'insécurité financière. Enfin, l'avenir des régimes publics de pension a peut-être aussi suscité une inquiétude croissante.

À la lumière de cette évolution, les consommateurs jugeaient le moment peu propice à de gros achats. De fait, les dépenses qu'ils ont consacrées à l'achat d'articles coûteux comme les maisons, les véhicules automobiles et le mobilier de maison ont accusé une baisse considérable en 1995.

Néanmoins, on s'attend à ce que plusieurs facteurs viennent provoquer un regain de confiance chez les consommateurs et une relance de leurs dépenses au cours des mois à venir. Une progression importante de l'emploi dans le secteur privé, comme celle enregistrée de décembre à mars, devrait réduire l'incertitude dans ce domaine, surtout si de plus en plus de postes à plein temps sont créés. Le net recul des taux d'intérêt observé depuis octobre aura pour effet d'abaisser le coût de la dette et d'assainir la situation financière de bien des ménages. La consommation devrait aussi redémarrer en raison de l'enrichissement attribuable au repli des taux d'intérêt et à l'augmentation des cours boursiers. De fait, certains signes indiquent déjà que les dépenses des ménages, en particulier les achats de maisons, ont commencé à se redresser au premier trimestre.

canadiennes. Cette demande aurait pu être encore plus élevée n'eût été la morosité de l'activité économique outre-mer et l'accès de faiblesse de l'économie américaine survenu vers la fin de l'année.

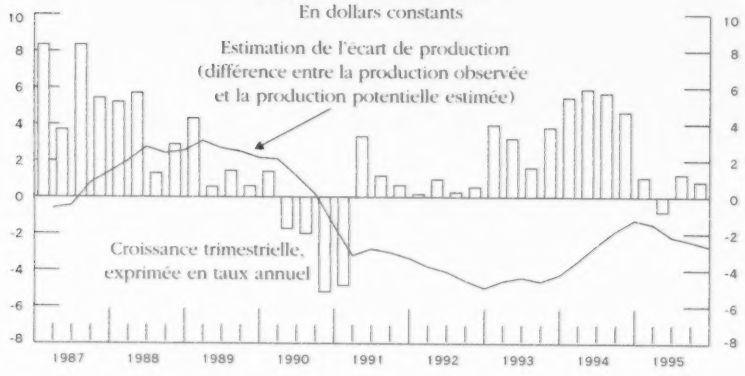
L'atonie de la demande globale a contribué à élargir l'écart entre la production observée et la production potentielle.

La modeste croissance de la demande globale observée au second semestre de 1995 a provoqué une hausse de la capacité excédentaire et, par voie de conséquence, une accentuation des pressions à la baisse sur la tendance de l'inflation. Selon certains signes, toutefois, l'offre globale aurait été moins forte ces dernières années qu'on ne l'avait estimé auparavant, en raison d'une diminution du taux tendanciel d'activité (Note technique 2). Cela a incité la Banque à réviser à la baisse, de 1 % environ depuis la publication du dernier rapport, son estimation de la production potentielle. Elle considère maintenant que l'écart de production s'est creusé pour s'établir entre 2 1/2 et 3 % à la fin de l'année, contre 2 et 2 1/2 % à la fin du premier semestre (Graphique 4)[2].

Graphique 4

Produit intérieur brut

En dollars constants



Le taux de change et les prix des produits de base

L'incidence de l'évolution du taux de change sur le taux d'inflation s'est beaucoup atténuée au cours des six derniers mois.

Étant donné le poids des produits importés dans la composition moyenne du panier de provisions du consommateur canadien, les variations du taux de change se répercutent en général sur l'indice de référence des prix à la consommation dans une proportion d'environ 20 %. En règle générale, la plus grande partie de cet ajustement s'opère au cours des deux années qui suivent le mouvement du taux de change. C'est ce qui explique que les répercussions sur l'inflation de la chute marquée du dollar canadien (qui était en gros terminée vers le milieu de 1994) se sont fortement atténuées au cours des six derniers mois. On estime que l'effet de la dépréciation antérieure de la monnaie comptait pour plus de 1 point de pourcentage dans le sommet de 2,7 % que l'inflation mesurée par

2. La méthode employée par la Banque pour estimer la production potentielle est exposée dans la livraison de mai 1995 du *Rapport sur la politique monétaire* (Note technique 1, page 9).

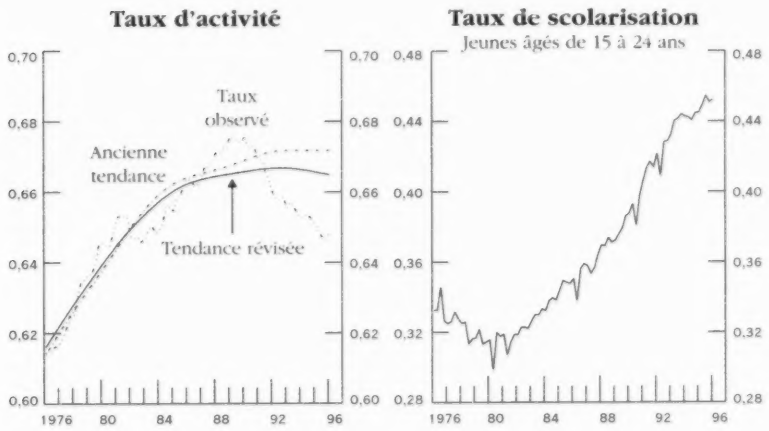
Note technique 2

Le taux d'activité

Le taux d'activité[1] est passé de 67 1/2 % environ au début de 1990 à 64 1/2 % environ à la fin de 1995. Bien qu'il tende à diminuer durant les récessions ou les périodes de lente croissance et à augmenter plus rapidement qu'en moyenne durant les périodes de forte croissance, la baisse qu'il connaît depuis 1990 est plus prononcée et plus persistante que d'ordinaire. Il se peut que la croissance relativement faible de l'emploi ait découragé un plus grand nombre de personnes de chercher du travail que ce n'est habituellement le cas à ce stade du cycle.

Cependant, la remontée cyclique du taux d'activité sera probablement plus modeste que prévu, car un certain nombre de faits semblent indiquer que le taux d'activité tendanciel pourrait être inférieur aux estimations antérieures. Ces faits sont entre autres le plafonnement du taux d'activité des femmes de 25 ans ou plus, la poursuite de la tendance à la hausse du taux de scolarisation chez les moins de 25 ans (le groupe dont le taux d'activité a le plus diminué) et l'augmentation du nombre des retraites anticipées. Des facteurs cycliques peuvent certes jouer un rôle dans cette évolution, mais les facteurs structurels y sont aussi pour quelque chose. Par exemple, un nombre croissant d'emplois requiert davantage de compétences, ce qui explique sans doute la montée du taux de scolarisation des moins de 25 ans. L'élévation des niveaux de compétence devrait avec le temps entraîner un accroissement de la capacité de l'économie de produire des biens et services, mais l'incidence immédiate de la baisse du taux d'activité est de réduire la production potentielle.

Une remontée plus modeste du taux d'activité se traduirait, toutes choses égales par ailleurs, par un recul un peu plus rapide du taux de chômage.



1. Pourcentage des personnes âgées de 15 ans ou plus qui occupent un emploi ou cherchent un travail

l'indice de référence a atteint en mai 1995; cet effet n'expliquait plus que 0,5 point de pourcentage environ de la hausse en mars 1996.

L'atténuation de l'effet de la baisse du dollar transparaît clairement dans le prix des véhicules automobiles. L'écart entre les taux d'accroissement sur douze mois du prix des voitures au Canada et aux États-Unis est passé de 2,9 points de pourcentage en janvier 1995 à 2,1 points en février 1996. L'intensification de la concurrence et l'incidence des gains de productivité réalisés précédemment tant dans le commerce de détail que dans le secteur manufacturier ont aussi exercé au cours des derniers mois des pressions à la baisse sur les prix d'une gamme de produits importés et de produits en concurrence avec ceux-ci.

Graphique 5

Indice des cours des produits de base de la Banque du Canada

L'effet du renchérissement passé des produits de base sur la hausse des prix, du côté à la fois de la production et de la consommation, s'estompe également.

Les cours mondiaux des produits de base (exprimés en dollars É.-U.) sont demeurés en moyenne à des niveaux relativement élevés depuis octobre dernier (Graphique 5). Les augmentations de prix les plus fortes ont été enregistrées par le gaz naturel, le pétrole brut, les grains et le bois d'œuvre. Le gaz naturel et le pétrole brut ont renchéri considérablement en raison du froid inhabituel qui a sévi dans une bonne partie de l'Amérique du Nord et de l'Europe. Les prix du pétrole brut ont aussi subi de fortes pressions à la hausse du fait qu'il est improbable que l'Iraq recommence à vendre du pétrole à court terme. Les prix du bois d'œuvre se sont redressés par suite de l'amélioration de la situation sur le marché du logement aux États-Unis et en prévision de la conclusion d'une entente visant l'imposition de droits sur la part des exportations canadiennes vers les États-Unis qui dépassera les limites prescrites. Les prix des grains ont continué sur leur lancée à la faveur d'une demande mondiale soutenue et de conditions météorologiques préjudiciables aux cultures aux États-Unis. En revanche, les cours de la plupart des matières industrielles ont diminué sous l'effet d'un fléchissement de la demande (la croissance de la production mondiale n'ayant été que modérée et les utilisateurs s'étant efforcés de réduire leurs stocks) et des hausses considérables de l'offre.

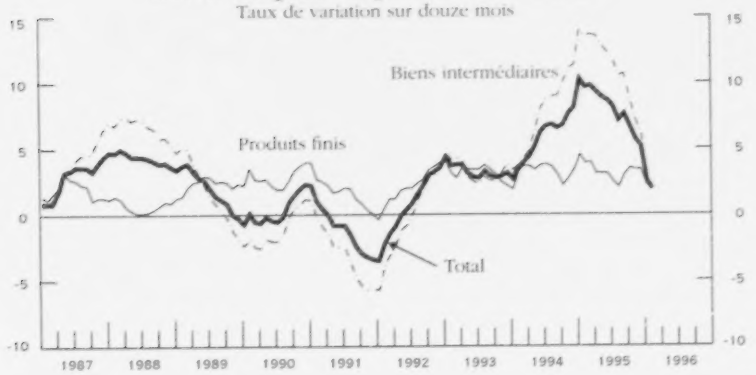
C'est le prix de la pâte à papier qui a accusé les baisses les plus prononcées, soit plus de 50 % par rapport au sommet de la fin de 1995. Le recul des prix des matières industrielles obtenus par les producteurs canadiens de produits de base s'est reflété dans le ralentissement marqué de la croissance sur douze mois de l'Indice des prix des produits industriels (Graphique 6) et de l'ensemble des prix à l'exportation.

Le renchérissement antérieur des produits de base continue de se faire sentir dans certains prix à la consommation, l'exemple le plus éloquent en étant l'importante augmentation des prix de la papeterie et des livres, revues et journaux. Toutefois, là encore, l'effet du renchérissement sur l'inflation mesurée par l'indice de référence semble décroître par rapport au sommet d'environ un demi-point de pourcentage observé à l'automne 1995.

Graphique 6

Indice des prix des produits industriels

Taux de variation sur douze mois



La maîtrise des coûts et les autres facteurs

La stagnation de la demande observée au deuxième semestre de 1995 et l'âpreté de la concurrence sur les marchés ont contraint les producteurs à poursuivre leurs efforts en vue de maîtriser les coûts et d'accroître la productivité. Dans l'ensemble, les coûts n'ont que peu augmenté.

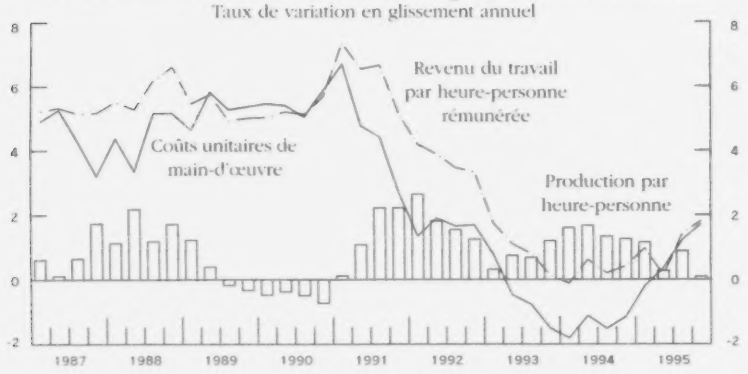
Les hausses salariales ont légèrement progressé dans le secteur privé en 1995, mais elles sont restées modérées dans l'ensemble.

Les salaires, qui sont la principale composante des coûts, ont continué de croître à un rythme très modéré au cours de 1995; les hausses négociées dans le secteur privé ont atteint 1,4 % en moyenne, alors qu'elles se sont chiffrées à 0,6 % dans le secteur public. (Les hausses moyennes consenties au deuxième semestre étaient comparables à celles octroyées au premier.) Certes, dans le secteur privé, il y a eu une légère accélération par rapport à la moyenne de 1994, mais les augmentations salariales ont souvent fait suite à d'importants gains de productivité. Le taux de chômage est resté à peu près stationnaire au cours des six derniers mois, les progrès encourageants réalisés au chapitre du niveau global de l'emploi ayant été contrebalancés par un accroissement équivalent de la population active.

Graphique 7

Coûts unitaires de main-d'œuvre et productivité du travail

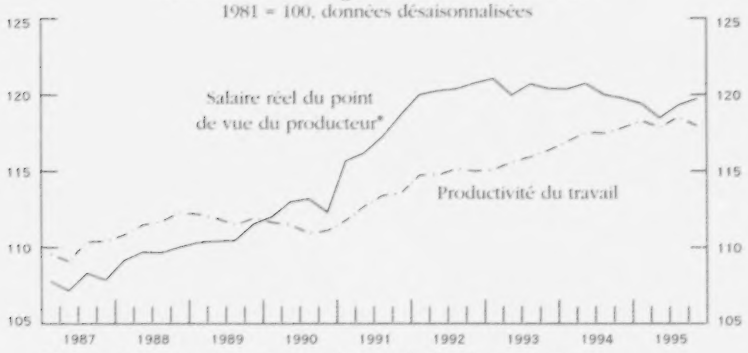
Taux de variation en glissement annuel



Graphique 8

Salaires réels et productivité du travail

1981 = 100, données désaisonnalisées



* Revenu du travail par heure-personne divisé par l'indice des prix du PIB

La productivité a marqué le pas en raison de la faible croissance de la production et les coûts unitaires de main-d'œuvre ont augmenté.

Après avoir affiché des gains impressionnants en 1993 et 1994, la productivité (production par heure-personne) n'a guère varié l'année dernière. Sa croissance a été nulle au deuxième semestre de 1995 en partie en raison du ralentissement, inattendu dans une large mesure, que la demande a enregistré vers la fin de l'année, les entreprises ayant tendance à n'opérer à court terme qu'un ajustement partiel de la main-d'œuvre lorsqu'il y a recul de la demande.

La modeste progression des salaires et le piétinement de la productivité globale, combinés, ont donné lieu à une hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre dans la dernière moitié de 1995 (Graphique 7).

L'écart entre le niveau du salaire réel et la productivité s'est légèrement creusé au deuxième semestre de 1995 (Graphique 8). Cela tient à la fois aux relèvements modérés des taux de rémunération, au taux d'accroissement plus faible des prix à la production et à la piètre croissance de la productivité du travail. L'élargissement de l'écart encouragera le maintien de mesures visant à contenir les coûts, en particulier dans le secteur du commerce de détail où l'écart est le plus prononcé.

L'écart entre le salaire réel du point de vue du producteur et la productivité s'est légèrement creusé vers la fin de l'année.

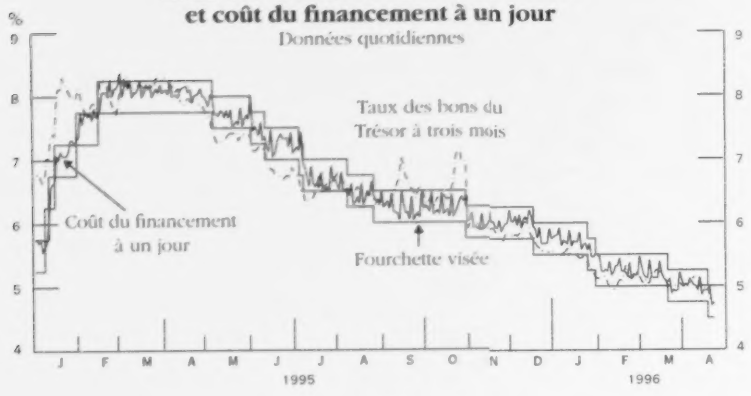
4. La réalisation des cibles de maîtrise de l'inflation

La politique monétaire menée actuellement vise à maintenir le taux d'augmentation des prix à l'intérieur de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation, qui va de 1 à 3 %. Face à l'accumulation de signes attestant que l'inflation tendancielle était en train de descendre dans la moitié inférieure de la fourchette, la Banque a cherché à assouplir les conditions monétaires en abaissant d'un quart de point de pourcentage les limites de sa fourchette opérationnelle pour le taux du financement à un jour, et ce, à six reprises depuis la parution du précédent rapport (Graphique 9).

Les conditions monétaires se sont assouplies sous l'effet des pressions à la baisse exercées sur l'inflation.

Graphique 9

Taux des bons du Trésor à trois mois et coût du financement à un jour



La première intervention a eu lieu le 31 octobre, soit le lendemain du référendum québécois; la Banque s'était alors empressée, après la période d'incertitude intense que les marchés venaient de vivre, de donner suite aux pressions à la baisse qui s'exerçaient sur l'inflation. La fourchette a aussi été réduite le 19 décembre et le 31 janvier, à la faveur de replis du taux des fonds fédéraux américains, le 25 janvier et le 21 mars, à la suite de la publication de chiffres confirmant que l'inflation était nettement

Note technique 3

L'établissement du taux officiel d'escompte

Pendant environ 16 ans, le taux officiel d'escompte a été établi chaque semaine à 1/4 de point de pourcentage au-dessus du taux d'intérêt moyen obtenu à l'adjudication des bons du Trésor du gouvernement canadien à trois mois.

Le 22 février 1996, la Banque a adopté de nouvelles modalités selon lesquelles le taux d'escompte correspond maintenant à la limite supérieure de la fourchette opérationnelle visée pour le taux du financement à un jour, soit le taux auquel les principaux participants au marché monétaire empruntent et prêtent des fonds à un jour.

La fourchette opérationnelle a été établie au milieu de 1994, lorsque la Banque a commencé à mener ses opérations de façon à maintenir le taux du financement à un jour à l'intérieur d'un intervalle de 50 points de base[1]. Depuis, les variations de cette fourchette fournissent une meilleure indication des changements d'orientation de la politique monétaire que ne le font celles du taux des bons du Trésor à trois mois. La raison en est que, par les opérations qu'elle effectue, la Banque peut exercer une influence plus directe sur le taux des fonds à un jour que sur celui des bons du Trésor à trois mois, qui est influencé tant par le taux à un jour que par les attentes du marché concernant l'évolution de ce dernier au cours des trois mois à venir.

L'adoption des nouvelles modalités a eu pour effet d'harmoniser les deux indicateurs de l'orientation à court terme de la politique monétaire que sont le taux d'escompte et la fourchette opérationnelle visée pour le taux du financement à un jour. Elle a ainsi permis d'éliminer l'incertitude et la confusion qui régnaient du fait qu'on se demandait lequel des deux taux était l'indicateur clé de l'orientation de la politique monétaire.

Grâce à la nouvelle formule, le taux d'escompte convient désormais mieux aux transactions effectuées par la Banque, qui sont généralement assorties d'une échéance d'un jour. Ces transactions comprennent les avances consenties aux institutions financières et les prises en pension conclues avec les courtiers en valeurs mobilières.

L'adoption des nouvelles modalités fait suite aux discussions que la Banque a tenues avec les milieux financiers sur la façon dont la politique monétaire sera mise en œuvre lorsqu'un nouveau système de transfert électronique permettra le règlement le jour même des gros paiements. Dans le cadre du nouveau système, les prêts à un jour accordés par la Banque seront assortis d'un taux égal à la limite supérieure de la fourchette opérationnelle. Les nouvelles modalités d'établissement du taux d'escompte conserveront donc leur pertinence dans l'avenir.

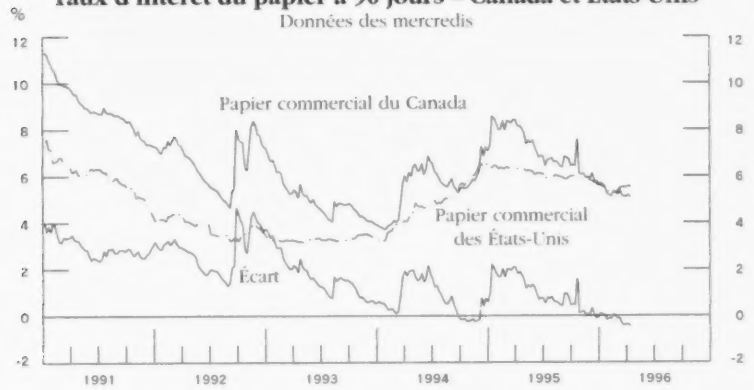
1. Voir la note technique 3, «L'importance accrue du taux d'intérêt à un jour dans la conduite de la politique monétaire», dans la livraison de novembre 1995 du *Rapport sur la politique monétaire* (p. 17).

descendue dans la moitié inférieure de la fourchette cible et, enfin, le 18 avril, dans un climat marqué par les baisses de taux officiels pratiquées par un certain nombre de banques centrales européennes[3].

Au cours de cette période, les taux d'intérêt du marché monétaire ont reculé en gros au même rythme que le taux du financement à un jour, les marchés financiers ayant réagi favorablement aux mesures prises par la Banque. Les bons résultats obtenus par le Canada sur le front de l'inflation, les nets progrès accomplis dans la réalisation des objectifs fixés par les gouvernements en matière budgétaire et la décrue des taux d'intérêt à court terme à l'échelle internationale ont contribué à améliorer l'humeur du marché monétaire. En effet, les écarts entre les taux d'intérêt à court terme canadiens et américains se sont rétrécis durant la période et sont maintenant négatifs (Graphique 10). Le dollar canadien a néanmoins continué de fluctuer à l'intérieur d'une bande étroite (Graphique 11). La vigueur du dollar semble tenir aux facteurs qui soutiennent le marché monétaire, ainsi qu'à la nette amélioration du solde de la balance courante du Canada qui s'est opérée récemment.

Graphique 10

Taux d'intérêt du papier à 90 jours – Canada et États-Unis

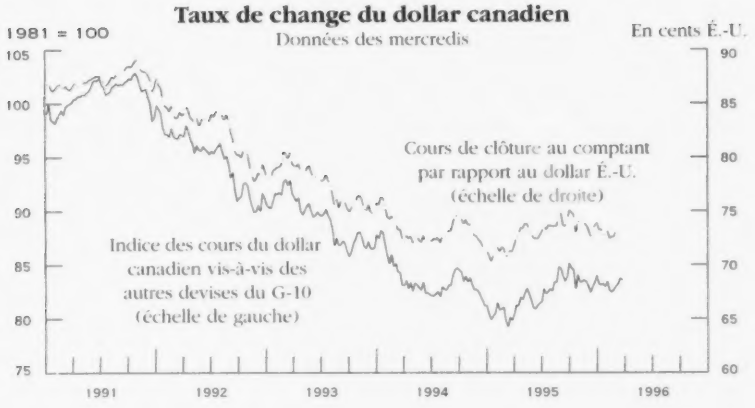


3. Le 22 février 1996, la Banque a changé les modalités d'établissement du taux officiel d'escompte; celui-ci correspond maintenant à la limite supérieure de la fourchette opérationnelle pour l'évolution du taux du financement à un jour (Note technique 3). Ce changement n'a eu aucune incidence sur les conditions monétaires.

Graphique 11

Taux de change du dollar canadien

Données des mercredis



La baisse des taux d'intérêt à court terme s'est reflété dans l'indice des conditions monétaires (ICM), mesure dont la Banque s'est dotée pour avoir rapidement une idée de l'effet combiné qu'exercent sur la demande globale les variations des taux d'intérêt à court terme et celles du taux de change (Graphique 12). Depuis l'automne dernier, l'ICM a reculé d'environ 200 points de base, tombant à son plus bas niveau en deux ans.

La Banque est intervenue avec circonspection...

De nombreuses banques centrales ayant abaissé les taux d'intérêt à court terme, la situation à l'étranger était propice à une diminution des taux au pays. Par ailleurs, comme les participants aux marchés saisissaient bien les raisons qui motivaient l'assouplissement des conditions monétaires au Canada, ils avaient, dans la plupart des cas, anticipé les réductions du taux de financement à un jour, lesquelles se reflétaient déjà dans les taux du marché monétaire. La Banque a néanmoins abaissé

Graphique 12

Indice des conditions monétaires

Données des mercredis, janvier 1987 = 0

avec circonspection la fourchette opérationnelle pour le taux du financement à un jour. C'est qu'elle tenait à ce que ses mesures de politique monétaire soient bien comprises et génèrent le moins d'incertitude possible à un moment où les écarts entre les taux d'intérêt à court terme se rétrécissaient et où les marchés financiers continuaient de prêter attention aux hauts niveaux d'endettement du secteur public et à la situation politique au Québec.

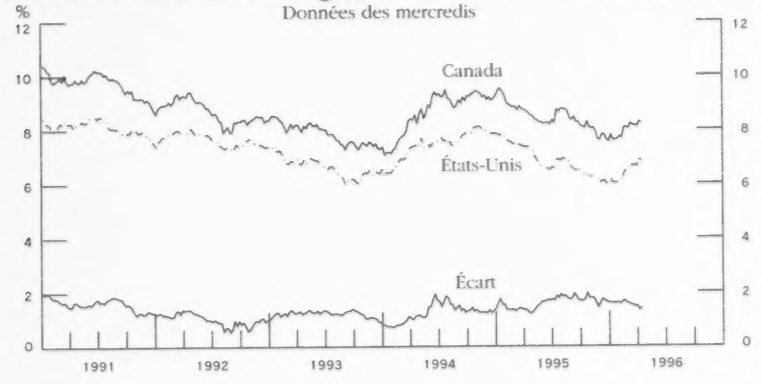
... pour que ses mesures de politique monétaire soient bien comprises et génèrent le moins d'incertitude possible.

Il est arrivé par le passé, lorsque régnait une grande incertitude sur les marchés financiers, que les mesures de politique monétaire prises pour assouplir les conditions monétaires provoquent une forte chute de la valeur du dollar canadien, donnant lieu à des attentes de nouvelles dépréciations. Cela engendrait des ventes massives d'avoirs en dollars canadiens et, par conséquent, de vives augmentations des taux d'intérêt, même lorsque la conjoncture économique se prêtait à des baisses de taux. La circonspection avec laquelle la Banque a procédé à l'abaissement du taux du financement à un jour au cours des six derniers mois semble avoir contribué à atténuer l'incertitude et, partant, favorisé l'assouplissement des conditions monétaires.

Bien qu'elles aient commencé à décroître, les primes que les emprunteurs à moyen et à long terme de dollars canadiens doivent verser en sus de ce que paient les emprunteurs de dollars américains sont encore assez élevées, signe que les investisseurs demeurent méfiants. En effet, l'écart entre les rendements à long terme canadiens et américains est tombé sous la barre des 1 1/2 % (Graphique 13), soit au-dessous du sommet de 2 % atteint à la veille du référendum québécois, mais bien au-dessus de la moyenne de 1 % environ observée durant les années 70 et 80, période pendant laquelle l'écart reflétait le fait que le taux d'inflation était plus élevé au Canada qu'aux États-Unis.

Graphique 13

Taux de rendement des obligations à 30 ans – Canada et États-Unis



5. Les perspectives en matière d'inflation

Dans son évaluation des perspectives d'inflation, la Banque doit tenir compte de l'incidence de divers facteurs sur l'évolution future de la demande globale, notamment la conjoncture économique internationale, la confiance des consommateurs et des entreprises et les conditions monétaires. Pour se faire une meilleure idée de la trajectoire future de la production et de l'inflation, la Banque considère aussi les mesures des attentes en matière d'inflation et le rythme auquel croît la masse monétaire.

La demande et l'offre globales

La demande extérieure devrait continuer à alimenter la croissance de la production au Canada.

L'élément le plus important de la conjoncture économique internationale dans laquelle le Canada évolue est le niveau de l'activité aux États-Unis, qui a connu en 1995 une progression de 1,3 %. La faiblesse qu'affichait l'économie américaine en fin d'année s'est poursuivie au début de 1996 par suite des interruptions des services dans l'administration fédérale et du mauvais temps. Toutefois, avec la disparition de ces facteurs temporaires et l'ajustement de la demande intérieure au repli des taux d'intérêt à court terme, l'économie américaine semble avoir retrouvé un rythme de croissance durable.

L'activité économique s'est essoufflée dans les principaux pays européens en 1995, mais elle a commencé à donner des signes de vigueur au Japon vers la fin de l'année. De façon générale, les grandes économies des pays d'outre-mer devraient connaître un raffermissement en 1996, soutenu dans bien des cas par un assouplissement des conditions monétaires. Parallèlement, on s'attend à ce que la croissance se poursuive sur les marchés naissants d'Asie du Sud-Est et qu'une reprise s'amorce en Amérique latine.

Étant donné les nouvelles augmentations de l'offre et les réductions de stocks auxquelles procèdent actuellement les utilisateurs, les prix de la pâte et du papier pourraient continuer de reculer à court terme. Les cours du pétrole brut et du gaz naturel devraient tous deux redescendre avec l'amélioration des conditions météorologiques. Néanmoins, ceux des autres matières industrielles devraient rester fermes en moyenne, se maintenant à des niveaux élevés compatibles avec un rythme d'expansion robuste dans les grands pays industriels.

Même si l'incertitude entourant la situation de l'emploi et les efforts déployés pour accroître l'épargne peuvent dans une certaine mesure freiner la croissance de la dépense des ménages...

La demande extérieure devrait continuer d'alimenter l'expansion de l'économie au Canada au premier semestre de 1996; elle sera soutenue en cela par la forte position concurrentielle des entreprises canadiennes, qui favorise la croissance des exportations et une plus grande substitution de produits nationaux aux produits importés.

On s'attend à ce que la demande intérieure commence aussi à se raffermir, mais seulement de façon graduelle. Comme de nombreux ménages sont préoccupés à la fois par les perspectives d'emploi et par leur situation financière, les dépenses en articles coûteux devraient

demeurer assez modestes au cours des prochains mois. En outre, les restrictions budgétaires continueront de faire sentir leurs effets directement sur la demande globale. La correction des niveaux des stocks qui est en train de s'opérer pourrait également freiner l'activité économique, quoique son incidence devrait s'atténuer, et l'enquête sur les intentions d'investissement des entreprises révèle un certain fléchissement à ce chapitre après plusieurs années de progression rapide. On observe néanmoins des signes d'intensification de la demande intérieure. La croissance récente de l'emploi et des revenus, attribuable en partie à l'essor des exportations nettes, devrait raviver les dépenses des ménages. L'assouplissement marqué des conditions monétaires depuis le printemps de l'année dernière devrait aussi commencer à donner lieu à un regain de confiance et à stimuler fortement la demande intérieure. De fait, les données sur les ventes au détail et la revente de maisons pour le début du premier trimestre témoignent d'un redressement des dépenses des ménages. En outre, les primes de risque incorporées à toute la gamme des taux d'intérêt ont commencé à diminuer à la faveur des efforts d'assainissement budgétaire entrepris par tous les niveaux de gouvernement, et la crainte de nouvelles hausses d'impôt qu'entretenaient les particuliers s'est atténuée.

... le rythme d'expansion économique devrait s'accélérer au Canada durant les prochains mois.

À en juger par les facteurs externes et internes à l'œuvre, l'activité économique progressera plus rapidement au premier semestre de 1996 qu'en 1995. Toutefois, ces facteurs donnent également à penser que les capacités inutilisées dans l'économie ne seront pas absorbées de façon appréciable avant le deuxième semestre de l'année. Selon des prévisions récentes émanant du secteur privé, qui abondent dans le même sens, la demande globale (en termes réels) connaîtra en 1996 une croissance légèrement inférieure à 2 % en taux annuel moyen et le rythme de l'activité économique s'accélérera pour atteindre environ 3 % en taux annuel au cours du deuxième semestre.

L'offre excédentaire continuera néanmoins à pousser l'inflation à la baisse.

Cela suggère que les pressions à la baisse sur la tendance de l'inflation engendrées par une offre excédentaire persisteront toute l'année et que, parallèlement, la situation du marché du travail continuera à contenir les pressions sur les salaires. Par ailleurs, le renforcement attendu de l'expansion de l'économie cette année devrait se traduire par de nouveaux gains de productivité, qui contribueront à limiter les hausses globales des coûts.

Les facteurs temporaires qui influencent l'inflation

Les effets des variations passées du taux de change et des cours des produits de base sur les prix à la consommation devraient continuer à s'amoindrir.

Les pressions que les dépréciations passées du dollar et le renchérissement des produits de base exercent sur l'inflation mesurée par l'indice de référence devraient continuer de s'amenuiser au cours des prochains mois, le dollar canadien s'étant stabilisé pendant la dernière année et les cours de nombreuses matières industrielles (surtout la pâte à papier) ayant récemment baissé. Qui plus est, selon certaines sources, la concurrence demeure vive dans le secteur de la vente au détail au Canada, car les consommateurs sont très réfractaires aux relèvements de prix.

Le repli de l'inflation mesurée par l'indice de référence observé depuis novembre 1995 peut s'expliquer en partie par les rabais que les détaillants ont consentis pendant un certain temps dans le but d'écouler leurs invendus, surtout des articles saisonniers. Une fois que les stocks se seront rétablis à des niveaux plus normaux, et dans la mesure où la demande des ménages commence à se raffermir, la part du repli de l'inflation attribuable aux rabais pourrait s'inverser.

Tout compte fait, les pressions à la hausse sur l'inflation mesurée par l'indice de référence qui découlent de facteurs transitoires devraient continuer à s'atténuer dans les mois à venir.

Les mesures des attentes relatives à l'inflation

Le taux d'inflation attendu continue de reculer.

La formation d'attentes peut jouer un rôle important dans la dynamique de l'inflation. Ainsi, des variations du taux de change ou des prix des produits de base peuvent influencer non seulement le niveau des prix, mais aussi la tendance de l'inflation par leur incidence sur les attentes relatives à l'inflation. Au cours de l'année dernière cependant, de tels mouvements de prix relatifs semblent n'avoir influé que de façon temporaire sur l'inflation mesurée par l'indice de référence et le taux d'inflation attendu à court terme a commencé à descendre. Dans l'enquête trimestrielle que le Conference Board du Canada a menée en décembre sur les perceptions des entreprises canadiennes, 83 % des répondants s'attendaient à ce que l'inflation se situe à 2 % ou moins à court terme; lors de l'enquête précédente, 72 % des répondants avaient été de cet avis. Selon les résultats de l'enquête trimestrielle que cet institut a menée en mars auprès d'organismes de prévision, le taux d'inflation mesuré par l'IPC devrait se situer en moyenne à environ 1,6 % en 1996, en baisse par rapport au niveau de près de 2,5 % prédit six mois plus tôt, et remonter juste au-dessous de 2,0 % en 1997. Selon diverses enquêtes, le taux d'inflation attendu à long terme est tombé au point médian de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation, ce qui témoigne de la crédibilité croissante dont jouit la politique monétaire (Note technique 4).

Les attentes relatives à l'inflation à long terme peuvent aussi être estimées à l'aide de l'écart de rendement entre les obligations à long terme ordinaires (c'est-à-dire à rendement nominal) et les obligations à rendement réel du gouvernement canadien (Graphique 14). S'il est vrai qu'un certain nombre de facteurs autres que les attentes relatives à l'inflation agissent sur cet écart, leur influence varie probablement lentement[4]. Les fluctuations de l'écart de rendement devraient par conséquent refléter d'une manière assez fidèle les modifications de ces

4. Deux facteurs tendraient à creuser l'écart entre les obligations ordinaires et les obligations à rendement réel. Le premier est la prime versée sur les obligations ordinaires pour tenir compte de l'incertitude entourant l'inflation. Le second tient au fait que les obligations à rendement réel attirent généralement des investisseurs qui ont une plus grande aversion pour le risque d'inflation et qui s'attendent à un taux d'inflation plus élevé. Un troisième, qui joue en sens inverse, est dû au fait que le rendement des obligations à rendement réel comprend une prime visant à dédommager les investisseurs du risque de liquidité qui découle de la petite taille et du peu d'activité du marché des obligations à rendement réel.

Note technique 4

L'inflation visée et les attentes en matière d'inflation

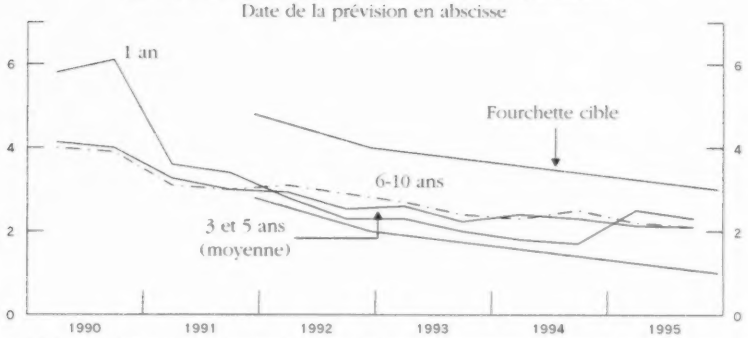
Des cibles de maîtrise de l'inflation peuvent servir de points d'ancrage aux attentes en matière d'inflation. Plus elles sont crédibles, plus elles réduisent le risque que des hausses des prix relatifs dues à des variations du taux de change ou à d'autres chocs passagers poussent les agents à anticiper une montée de l'inflation tendancielle. L'ajustement des attentes à de telles cibles peut être lent, car cette crédibilité ne s'acquiert que de façon graduelle, à la lumière de l'évolution effective de l'inflation et de la volonté d'agir manifestée par les autorités. Un examen des prévisions d'inflation réalisées durant les années 90 montre comment les attentes se sont ajustées aux cibles de la Banque.

Selon l'enquête du Conference Board auprès des prévisionnistes et l'enquête analogue (*Consensus Forecasts*) menée par Consensus Economics, les taux d'inflation attendus sont passés de façon assez graduelle de plus de 4 % au premier semestre de 1990 à un peu plus de 2 % au second semestre de 1995, avec des profils similaires pour les horizons de prévision allant de 1 an à 6-10 ans[1].

Cependant, le fait que les taux attendus à moyen terme soient restés au-dessus du point médian de la fourchette cible pendant un certain temps indique que les attentes ne se sont ajustées que progressivement aux cibles fixées. Au premier semestre de 1992 par exemple, les taux d'inflation prévus pour 1995 et 1997 avoisinaient encore les 3 %, chiffre bien supérieur au point médian de la fourchette arrêtée pour ces années. Toutefois, au second semestre de 1995, les taux prévus aux horizons de 3 et de 5 ans ne se situaient plus qu'à 2 % environ, soit aux alentours du point médian de la fourchette visée jusqu'en 1998.

Si l'ajustement des attentes à moyen terme aux cibles fixées a probablement été favorisé par la tendance à la baisse de l'inflation, les attentes à court terme, quant à elles, ont réagi aux fluctuations de courte durée du taux d'inflation. Par exemple, les variations des taux d'inflation attendus à l'horizon d'un an ont reflété celles des taux observés en 1994 et 1995, alors que les taux attendus à plus long terme ont continué à diminuer assez régulièrement. Il semble donc que, depuis deux ans, les prévisionnistes aient généralement considéré les écarts du taux d'inflation par rapport au point médian de la fourchette cible comme des phénomènes temporaires.

Taux d'inflation attendus à divers horizons*

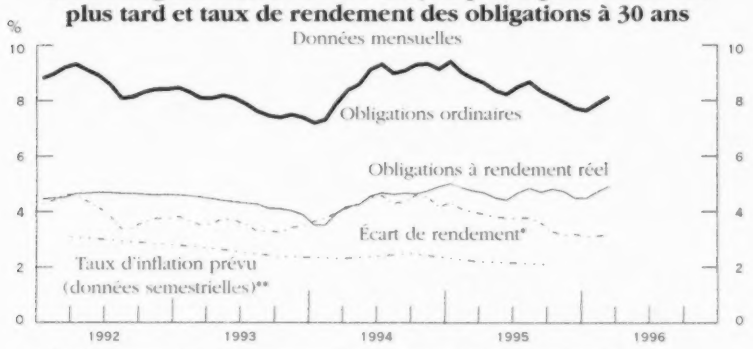


* Selon les résultats d'enquêtes sur la hausse des prix à la consommation menées par Consensus Economics Inc.

1. En 1990, le taux d'inflation attendu pour 1991 a atteint 6 % du fait de l'instauration prévue de la TPS, mais le taux attendu pour 1992 et les années suivantes était d'environ 4 %.

Graphique 14

Taux d'augmentation de l'IPC moyen prévu pour 6 à 10 ans plus tard et taux de rendement des obligations à 30 ans



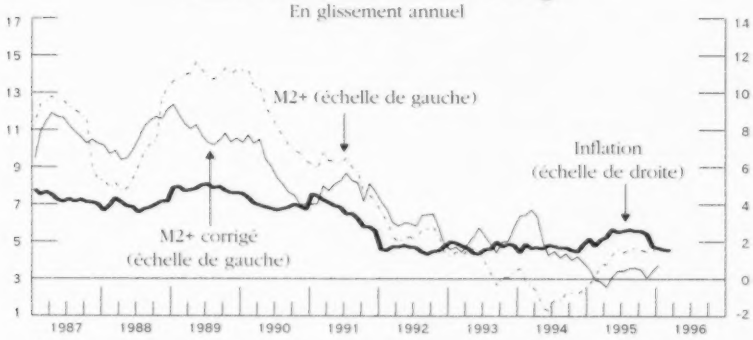
* Établi au moyen de la formule pertinente pour le calcul des intérêts composés.
** *Source* : Consensus Economics Inc.

attentes. De plus, contrairement aux données tirées des enquêtes, cet écart est une mesure disponible à tout moment et il traduit les décisions d'ordre financier effectivement prises en fonction du taux d'inflation escompté par les participants aux marchés.

L'écart de rendement, qui a atteint un sommet d'environ 4,6 % au milieu de 1994, s'est replié depuis un peu plus rapidement que le taux d'inflation prévu à long terme selon les enquêtes. À environ 3 1/4 %, cet écart avoisine actuellement le plus bas niveau qu'il ait atteint depuis le lancement, en 1991, des premières obligations à rendement réel.

Graphique 15

Taux d'inflation selon l'indice de référence et taux de croissance de M2+ corrigé*



* M2+ corrigé correspond à M2+ majoré des obligations d'épargne du Canada et des fonds mutuels des institutions financières.

Les indicateurs monétaires

L'évolution des agrégats monétaires laisse présager un faible taux d'inflation et une accélération de l'activité économique.

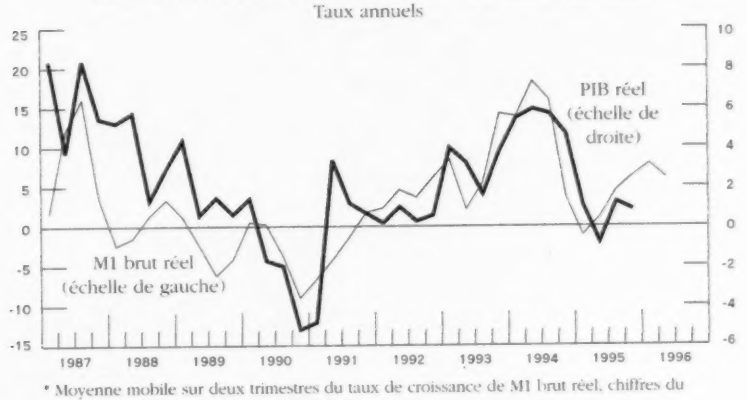
Les agrégats monétaires constituent des indicateurs utiles de la production à court terme et de l'évolution des prix. L'indicateur qui prévoit avec le plus de justesse l'évolution à court terme de l'inflation est l'agrégat au sens large M2+ (surtout lorsqu'il est corrigé pour tenir compte de la substitution entre ses composantes et les fonds mutuels de placements à plus long terme) (Graphique 15). Il connaît depuis un certain temps une croissance annualisée de 3 à 5 %, ce qui est compatible avec le maintien du taux d'inflation dans la moitié inférieure de la fourchette cible.

L'agrégat M1 en termes réels est l'indicateur des variations à court terme de la production qui s'est avéré le plus utile. Cet agrégat au sens étroit, qui mesure le volume des encaisses de transaction dans l'économie, s'est très fortement accru tout au long de 1995 (Graphique 16). Son essor s'explique en partie par l'augmentation des dépôts dans les comptes courants survenue à la suite du relèvement à un niveau plus concurrentiel des taux d'intérêt versés sur certains de ces comptes (voir la Note technique 4 de la livraison de novembre 1995 du *Rapport*). Cependant, même lorsqu'on tient compte de ce facteur d'ordre technique, l'expansion de M1 en termes réels semble compatible avec une accélération de la croissance du PIB au premier semestre de 1996.

Dans le cadre de travaux récents, la Banque s'est dotée d'un modèle statistique dans lequel M1 fournit des indications avancées sur la tendance à moyen terme de l'inflation. D'après ce modèle, le taux d'inflation annuel se situera en moyenne sous les 2 % au cours des deux ou trois prochaines années[5].

Graphique 16

Taux de croissance du PIB réel et de M1 brut réel*



* Moyenne mobile sur deux trimestres du taux de croissance de M1 brut réel, chiffres du trimestre précédant le trimestre considéré

5. Dans le numéro du printemps 1996 de la *Revue de la Banque du Canada*, l'article de Louis-Robert Lafleur et de Walter Engert, intitulé *L'évolution récente des agrégats monétaires et ses conséquences*, résume les travaux économétriques effectués récemment à la Banque sur l'agrégat M1.

6. Conclusions

Comme le prévoyait le précédent rapport, paru il y a six mois, l'effet des variations antérieures du taux de change et des prix des produits de base sur l'inflation commence à s'atténuer. Ainsi, tant le taux d'accroissement de l'IPC global que celui de l'indice de référence sont descendus dans la moitié inférieure de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation. Cette évolution s'est produite un peu plus tôt que prévu, en raison notamment des rabais pratiqués par les détaillants dans l'espoir de relancer la consommation.

L'inflation prévue à court terme demeure compatible avec la fourchette de maîtrise de l'inflation que vise la Banque.

Étant donné l'importante offre excédentaire au sein de l'économie canadienne, l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait demeurer dans la moitié inférieure de la fourchette cible jusqu'à la fin de 1996, d'autant plus que les effets temporaires sur l'inflation des variations passées du taux de change et des prix des produits de base devraient s'estomper davantage.

À moyen terme, il reste à savoir si le taux de l'inflation tendancielle tombera en deçà de la limite inférieure de la fourchette de maîtrise de l'inflation de 1 à 3 % que vise la Banque. Comme il a été mentionné plus haut, les capacités inutilisées devraient commencer à se résorber grâce à une nette reprise de l'activité tout au long de 1996 et au début de l'an prochain. Mais même dans ce cas, l'offre demeurerait excédentaire, ce qui laisserait supposer que l'inflation tendancielle pourrait tomber sous la limite de 1 % dans six à huit trimestres. Si ce scénario se concrétisait, on pourrait envisager un assouplissement de la trajectoire souhaitée à *moyen terme* pour les conditions monétaires. En revanche, il faut considérer la possibilité qu'à la faveur de la détente marquée des conditions monétaires survenue au cours des six derniers mois, l'économie se révèle beaucoup plus robuste, surtout si un fort regain de confiance se dessine chez les ménages. Il faudra donc continuer à suivre de près les données économiques avant de pouvoir se faire une idée de la résultante des risques entourant la tendance de l'inflation.

Bibliographie

Banque du Canada (1991). «Cibles de réduction de l'inflation : Communiqué et documentation à l'appui», *Revue de la Banque du Canada*, mars, p. 3-21.

_____ (1991). «Les cibles de réduction de l'inflation : autres considérations d'ordre pratique et questions de mesure», *Revue de la Banque du Canada*, septembre, p. 3-23.

_____ (1993-1994). «Déclaration du gouvernement et de la Banque du Canada au sujet des objectifs de la politique monétaire», *Revue de la Banque du Canada*, hiver, p. 85-86.

Conference Board du Canada (1996). *Indice de confiance des entreprises*, hiver.

_____ (1996). *Indice des attitudes des consommateurs*, printemps.

_____ (1996). *Survey of Forecasters*, mars.

Consensus Economics Inc. (1991-1995). *Consensus Forecasts*, Philip M. Hubbard, Londres (R.-U.), divers numéros.

Freedman, Charles (1994). «The use of indicators and of the monetary conditions index in Canada», *Frameworks for Monetary Stability: Policy Issues and Country Experiences*, publié sous la direction de Tomás J. T. Baliño et Carlo Cottarelli, Fonds monétaire international, Washington. (On peut se procurer des tirés à part de l'étude auprès de la Banque du Canada.)

_____ (1995). «Le rôle des conditions monétaires et de l'indice des conditions monétaires dans la conduite de la politique», *Revue de la Banque du Canada*, automne, p. 53-59.

Lafleur, Louis-Robert et Walter Engert (1996). «L'évolution récente des agrégats monétaires et ses conséquences», *Revue de la Banque du Canada*, printemps, p. 3-11.

Thiessen, Gordon G. (1995). «L'incertitude et la transmission de la politique monétaire au Canada», Conférence HERMES-Glendon, *Revue de la Banque du Canada*, été, p. 41-58.

_____ (1996). «Les orientations et interactions de la politique monétaire et de la politique budgétaire», allocution prononcée à l'occasion de la conférence *The World in 1996*, *Revue de la Banque du Canada*, printemps, p. 67-72.

Pour obtenir de plus amples renseignements sur la Banque du Canada

Internet

http://www.bank-banque-canada.ca
La page d'accueil de la Banque contient des renseignements généraux et permet un accès rapide aux communiqués de presse et aux allocutions du gouverneur, à un grand nombre de nos principales publications ainsi qu'aux taux de change, qui sont mis à jour quotidiennement.

Publications

Revue de la Banque du Canada
Condensé trimestriel de commentaires sur l'actualité économique, d'articles de fond et de tableaux statistiques. Sur abonnement.

Rapport annuel de la Banque du Canada
Survol des fonctions de la banque centrale et états financiers.
Paraît en mars. Gratuit.

Bulletin hebdomadaire de statistiques financières
Recueil de 16 pages de statistiques sur les banques et le marché monétaire. Sur abonnement.

Pour se renseigner sur ces publications et d'autres, s'adresser au :
Service de la diffusion des publications
234, rue Wellington, Ottawa (Ontario) K1A 0G9
Téléphone : (613) 782-8248
Courrier électronique : publications@bank-banque-canada.ca

Information publique

Pour obtenir des renseignements généraux sur le rôle et les fonctions de la Banque, communiquer avec le Service d'information publique :
Téléphone : (613) 782-7201
Télécopieur : (613) 782-7713